

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**A RELAÇÃO ENTRE INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
MATURIDADE DA DÍVIDA EM EMPRESAS COM AÇÕES LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

DORIVAL GARCIA JUNIOR

CURITIBA

2016

DORIVAL GARCIA JUNIOR

**A RELAÇÃO ENTRE INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
MATURIDADE DA DÍVIDA EM EMPRESAS COM AÇÕES LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

CURITIBA  
2016

DORIVAL GARCIA JUNIOR

**A RELAÇÃO ENTRE INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E  
MATURIDADE DA DÍVIDA EM EMPRESAS COM AÇÕES LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade – Área de Concentração Contabilidade e Finanças, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Ademir Clemente

CURITIBA  
2016

**“A RELAÇÃO ENTRE A INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A MATURIDADE DA DÍVIDA NAS EMPRESAS COM AÇÕES LISTADAS NA BM&FBOVESPA”**

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (AREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.



**PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO**  
**COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM**  
**CONTABILIDADE**

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:



**PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE**  
**PRESIDENTE**



**PROF. DR. RODRIGO OLIVEIRA SOARES**  
**MEMBRO**



**PROF. DR. ALCEU SOUZA**  
**MEMBRO**



## AGRADECIMENTOS

À Deus, pelo dom da vida, e por ter me proporcionado as bênçãos necessárias ao atingimento deste importante objetivo em minha vida.

Agradeço a todos os meus familiares, que mesmo distantes sempre me apoiaram e me incentivaram nesta caminhada. De modo especial, agradeço à minha mãe, Maria Coelho, ao meu pai, Dorival Garcia, à Edileine e ao Carlinhos, por toda ajuda que me prestaram.

Ao meu irmão Silvio e sua esposa Luciane, que puderam comparecer à minha banca de defesa, bem como pelas nossas conversas que muito contribuiu para o meu desenvolvimento.

Ao meu irmão Claudinei, por suas orações.

À minha avó, Maria Gutzmann, *in memorian*, pelo exemplo de vida e dedicação à família.

Ao professor orientador, Dr. Ademir Clemente, pela orientação da dissertação.

Aos membros das minhas bancas de qualificação e defesa, Prof. Dr. Alceu Souza e Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares, pela correção desta dissertação e comentários proferidos nas referidas seções.

Aos colegas mestrando e doutorando dos programas PPGADM e PPGCONT UFPR, especialmente Edicreia Andrade dos Santos, Cláudio Marcelo Edwards de Barros, Éverton Galhoti Coelho e Celso da Rosa Filho, pela caminhada, companheirismo, compreensão e amizade ao longo desta jornada.

Aos professores e funcionários da UFPR, pela orientação, colaboração e convívio.

À Capes, pelo auxílio financeiro.

“...Vivendo num país sedento  
Um momento de embriaguez  
Nós  
Somos quem podemos ser  
Sonhos que podemos ter...”

**Humberto Gessinger**

## **RESUMO**

A presente pesquisa tem como objetivo estudar e identificar a existência de relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida nas empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA, considerando o período de 2010 a 2014. Com embasamento em importantes trabalhos aplicados no mercado norte-americano, este trabalho empregará abordagem descritiva, explicativa e documental com análise de dados em painel, procurando constatar a ocorrência da relação no âmbito das empresas brasileiras de capital aberto, além de levantar algumas explicações para a ocorrência ou não do fenômeno neste ambiente. Devido a possibilidade de ocorrência de endogeneidade entre decisões de maturidade da dívida e endividamento, conforme descrito na literatura pertinente, foram realizados testes de simultaneidade, onde não se constatou o fenômeno supracitado. Houve relação significativa entre maturidade da dívida e variáveis explicativas, porém o mesmo efeito não foi percebido entre maturidade da dívida e independência do conselho de administração. Tal fato pode sugerir que, embora o tema Governança Corporativa ganhe cada vez mais força no mundo contemporâneo, e uma “cadeira” no conselho de administração seja muito disputada entre acionistas, não há uma preocupação pontual do conselho independente com maturidade da dívida, e que dados de crescimento e rentabilidade ainda ocupem as principais pautas das reuniões. Cabe ressaltar que as objeções conclusivas desta pesquisa se aplicam apenas ao conjunto de empresas estudadas, haja vista se tratar de amostra não-probabilística.

Palavras-chave: Maturidade da Dívida. Independência do Conselho de Administração. Análise de dados em painel.



## **ABSTRACT**

This research aims to study and identify the existence of relationship between independence of the board and maturity of the debt of companies with shares listed on BM & FBOVESPA, considering the period from 2010 to 2014. With background in important works applied in the North American market this work will use descriptive, explanatory and documentary approach with panel data analysis, trying to prove the occurrence of the relationship in the context of Brazilian public companies, as well as raise some explanations for the presence or absence of the phenomenon in this environment. Because of the possibility of endogeneity between debt and debt maturity decisions, as described in the relevant literature, concurrency tests were performed, where there was not found the above phenomenon. There was a significant relationship between debt maturity and explanatory variables, but the same effect was not seen between debt maturity and independence of the board. This may suggest that although the topic Corporate Governance will become even stronger in the contemporary world, and a "chair" on the board is much disputed among shareholders, there isn't a specific concern of independent advice with debt maturity, and data growth and profitability still occupy the main agendas of meetings. It notes that the conclusive objections of this research apply only to the set of companies studied, considering the case of non-probabilistic sample.

**Keywords:** Debt Maturity. Independence of the Board of Directors. Panel Data Analysis.

## ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - ESQUEMATIZAÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA .....	16
FIGURA 2 - RELAÇÃO DE INFLUÊNCIA ENTRE AS VARIÁVEIS .....	41
FIGURA 3 - FLUXO DO PROCESSO.....	57
QUADRO 1 – INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....	30
QUADRO 2 - SÍNTESE DAS HIPÓTESES LEVANTADAS.....	37
QUADRO 3 - CLASSIFICAÇÕES DE MATURIDADE DA DÍVIDA.....	43
QUADRO 4 - RESUMO COMPARATIVO.....	52
QUADRO 5 - CORRELAÇÃO DE PEARSON .....	55
QUADRO 6 – MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS.....	57
TABELA 1 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA .....	53
TABELA 2 – RESULTADOS PARA ANÁLISE EM PAINEL 1º MODELO .....	58
TABELA 3 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DE HAUSMAN.....	59
TABELA 4 – ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL 2º MODELO.....	60

## LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA	–	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CEO	–	<i>Chief Executive Officer</i>
COB	–	<i>Chairperson of the Board</i>
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
DCEO	–	<i>Dummy CEO X COB</i>
ENDIV	–	Endividamento
IBGC	–	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IC	–	Independência do Conselho de Administração
MAT	–	Maturidade dos Ativos
MGP	–	Maturidade Global Ponderada da Dívida
MtB	–	<i>Market – to – Book</i>
NM	–	Novo Mercado
QUAL	–	Qualidade da empresa
TC	–	Tamanho do Conselho de Administração
TG	–	Tangibilidade
VOL	–	Volatilidade

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA .....	14
2.1 O PROBLEMA DE AGÊNCIA .....	14
2.1.1 Teoria da Agência.....	15
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	19
2.2.1 Fatores que influenciam a Governança Corporativa .....	23
2.2.3 Conselho de administração (CA).....	24
2.3 A MATURIDADE DA DÍVIDA DAS EMPRESAS.....	31
2.4 QUESTÃO DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DO ESTUDO.....	37
3 ESTRUTURA METODOLÓGICA .....	40
3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO .....	40
3.2 CONSTRUCTOS, VARIÁVEIS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS.....	41
3.2.1 Métrica para a maturidade da dívida das empresas (MGP).....	42
3.2.2 Métrica para o grau de independência do conselho de administração .....	44
3.2.3 Variáveis de controle para a construção dos modelos.....	45
3.2.3.5 Maturidade dos Ativos ( $Mat_{at}$ ) .....	47
3.2.3.6 Volatilidade do valor da empresa (Vol) .....	48
3.2.3.7 Tangibilidade (TG).....	48
3.2.3.9 Taxa de juros da economia (SE) .....	49
3.2.3.10 Segmentos de Listagem da Companhia (NM).....	49
3.3 MODELAGEM .....	50
REFERÊNCIAS .....	64
APÊNDICE – RELAÇÃO DAS EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA.....	76
ANEXO – REGRESSÕES DE MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS ANO-A-ANO ..	81

## 1 INTRODUÇÃO

O setor empresarial é essencialmente ligado à necessidade de recursos para o financiamento das atividades desenvolvidas. Quando os recursos próprios são escassos e outras circunstâncias do mercado viabilizem o uso de recursos de terceiros, os gestores então fazem uso de dívidas. De forma a obter o maior rendimento possível sobre o capital investido no negócio, bem como dos valores captados do mercado, os acionistas procuram controlar a ação dos gestores, que podem empregar estes recursos de forma discricionária e em benefício próprio, principalmente quando os detentores do capital não se fazem presentes no dia-a-dia do negócio. A literatura então orienta que o adequado gerenciamento do prazo de vencimento pode auxiliar os proprietários, disciplinando gestores mal-intencionados. (JENSEN, 1986; STULZ, 2000; HARFORD; LI; ZHAO, 2008).

Após seguidos escândalos de fraudes contábeis em grandes empresas durante o século XX, haja vista o ocorrido na Enron, Merck, Arthur Andersen, Parmalat e, recentemente, as graves descobertas de elevados níveis de corrupção na Petrobras, o tema governança corporativa passou a ganhar relevância nos meios acadêmicos e empresariais, como instrumento de controle e monitoramento da gestão pelas diversas partes interessadas em um negócio.

Tirole (2001) realizou primeiramente em seu estudo a análise econômica do conceito de valor para o acionista, para posteriormente discorrer sobre o conceito de *stakeholders*, as partes interessadas em uma empresa, investigando se os incentivos gerenciais e a estrutura de controle ou governança podem ser adaptados de modo a assegurar os interesses dos *stakeholders*.

Silveira (2002) estudou a importância da implementação da governança corporativa para as empresas brasileiras de capital aberto e sua influência no desempenho financeiro e no valor de mercado das ações. O autor encontrou relação significativa para a variável identificadora da separação de cargos de diretor executivo (CEO) e presidente do conselho de administração, ou seja, constatou que o emprego de fatores de GC auxiliam na obtenção de bons resultados pela empresa.

Giannetti (2003) elaborou um importante estudo ao pesquisar as consequências do uso da governança nas decisões financeiras, utilizando uma amostra de 150.000 empresas europeias sem ações listadas em bolsa de valores, no período de 1993 a 1997. O autor informa que as

instituições que favorecem os direitos dos credores e garantem uma aplicação mais rigorosa dos recursos estão associadas com maior alavancagem e disponibilidade de dívida de longo prazo.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) criaram um índice de governança em uma amostra de 1500 grandes empresas durante a década de 1990. Eles encontraram associação positiva entre maiores níveis de direitos dos acionistas com maior valor de mercado, lucro e receitas.

Sonza e Kloeckner (2014) pesquisaram a influência dos aspectos de GC (principalmente o que diz respeito à compensação dos executivos) na eficiência das empresas brasileiras de capital aberto. Os autores concluíram que os programas de incentivos remuneratórios aos executivos podem impactar positivamente no desempenho da empresa, controlando o problema de agência.

Armstrong et al. (2015) estudaram a relação entre governança corporativa, incentivos gerenciais e evasão fiscal corporativa. Os autores afirmam que de forma semelhante a outras oportunidades de investimento que envolvam fluxos de caixa de risco, problemas de agência não resolvidos podem levar os gestores a se envolverem em um nível maior ou menor de evasão fiscal corporativa, como também em desacordo com o interesse dos acionistas. De forma consistente com outros estudos, utilizando o método da regressão, encontraram uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e baixos níveis de evasão fiscal.

Nos últimos anos, mais precisamente a partir de 2008, surgiram pesquisas que constatarem relação significativa entre independência do conselho de administração, alavancagem e estrutura de vencimento da dívida – mais comumente tratada por maturidade da dívida. Harford, Li e Zhao (2008) encontraram evidências estatísticas de associação positiva entre a força de atuação dos conselhos e a alavancagem operacional, e uma associação negativa entre o uso de dívidas de longo prazo e a força do conselho de administração, considerando uma amostra de empresas do índice norte-americano S&P. Senbet e Tosun (2014) afirmam, com base em uma análise temporal de 14 anos em 1300 empresas americanas, que as empresas têm dívida com maturidade mais longa à medida que aumenta a independência do conselho e o monitoramento se torna mais forte.

No Brasil, Terra (2009) utilizou o modelo de Barclay, Marx e Smith Jr (2003) para o teste de determinação conjunta da estrutura de capital e maturidade do endividamento em uma amostra de 986 empresas da América Latina, considerando o período de 1990 – 2002. Os resultados dessa pesquisa empírica informam que o grau de endividamento e a maturidade da dívida são políticas financeiras complementares na América Latina, ou seja, um fator faz uso do outro com o objetivo melhor controlar a gestão, reduzindo os custos de agência.

Silva, Santos e Almeida (2011) pesquisaram a influência dos conselhos de administração nos níveis de endividamento em uma amostra de 129 empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2008, onde encontraram relação negativa entre a *proxy* do conselho e endividamento total e de longo prazo, e relação positiva entre dívidas de curto prazo e a *proxy* do conselho. Esses autores apontaram para o uso de dívida de curto prazo como meio disciplinador em potencial da atuação dos gestores, além da aversão por parte dos grandes controladores das empresas ao uso excessivo de endividamento.

Nakamura, Jucá e Bastos (2011) procuraram investigar os determinantes do perfil do endividamento em 38 empresas brasileiras de grande porte detentoras de dívidas bancárias e emissoras de debêntures, considerando o período de 2002 a 2007. Os autores encontraram relação significativa para as variáveis Oportunidade de Crescimento, Tamanho da Empresa, Alavancagem, Maturidade dos Ativos e Alíquota Efetiva de Tributos, quando regredidas contra a variável Maturidade da Dívida das empresas pelo método *Enter*. Porém, somente a variável Alíquota Efetiva de Tributos manteve o sentido proposto pela literatura. Na análise de dados em painel para efeitos fixos, apenas a variável Maturidade dos Ativos teve significância com a variável Maturidade da Dívida, com sinal contrário ao esperado.

Kirch e Terra (2012) pesquisaram os determinantes da maturidade da dívida na América do Sul, especificamente em empresas brasileiras, argentinas, venezuelanas, chilenas e peruanas, concentrando-se no nível de desenvolvimento financeiro das empresas e a qualidade institucional dos países, como o estado de direito, controle da corrupção e eficácia governamental. Os resultados da pesquisa indicam que a qualidade institucional é um importante determinante no financiamento corporativo em geral e da maturidade da dívida em particular.

O cenário brasileiro, ainda é carente de estudos que busquem identificar a relação específica entre independência do conselho e maturidade da dívida. O ambiente político e econômico no Brasil apresenta muitas diferenças em comparação ao dos EUA, onde foram aplicadas as pesquisas de Senbet e Tosun (2014) e de Harford, Li e Zhao (2008) que pesquisaram a relação acima mencionada. Em virtude deste aspecto, surge a dúvida sobre a possível ocorrência desta mesma relação no cenário brasileiro, dadas suas peculiaridades. Elaborou-se a seguinte questão de pesquisa que norteará o presente trabalho:

*A independência do conselho de administração influencia a estrutura de vencimento da dívida da empresa na qual atua?*

Este estudo tem por objetivo geral identificar se existe essa associação nas empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA, e qual é a consequência na estrutura de maturidade da dívida. Para chegar a tal resultado, será necessário atingir os seguintes objetivos específicos:

- i. Discutir os conceitos referentes à Independência do Conselho de Administração e Maturidade da Dívida das empresas, e adotar as métricas mais adequadas para a análise;
- ii. Obter por meio de adequada revisão da literatura os principais determinantes da estrutura de vencimento da dívida das empresas, considerando o mercado brasileiro, cenário desta análise.
- iii. Levantar as principais variáveis impactantes na relação principal estudada, bem como os modelos econométricos a serem empregados;

O trabalho justifica-se pela contribuição com a literatura sobre a relação abordada, ainda em fase de construção, e principalmente indicando os resultados para uma amostra de empresas listadas na BM&FBOVESPA, onde não foram encontradas pesquisas com esta finalidade.

Como as pesquisas de Harford, Li e Zhao (2008) e Senbet e Tosun (2014), realizadas nos EUA apresentaram relação significativa entre as variáveis, porém divergentes, será necessário efetuar a revisão da bibliografia pertinente para então enunciar as hipóteses deste estudo. A seguir serão apresentadas a revisão teórico-empírica e a metodologia da pesquisa.



## 2 REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

Será revisado nesta seção o referencial de base desta pesquisa. Inicialmente apresentase o problema de agência e a teoria da firma; posteriormente o tema Governança Corporativa e seus principais aspectos, concentrando-se na estrutura do conselho de administração. Por fim, encerra-se com uma reflexão destes temas no cenário brasileiro.

### 2.1 O PROBLEMA DE AGÊNCIA

Os estudos acerca dos conflitos intrínsecos à atividade empresarial tiveram na obra “*The Wealth of Nations*”, de Adam Smith, importante contribuição. De acordo com Smith (1776, apud JENSEN E MECKLING, 2008, p. 88), não é esperado que gestores contratados cuidem do capital alheio da mesma forma que cuidaria(m) seu(s) patrão(ões). Na administração de negócios com estas características, ou seja, onde ocorre a separação entre propriedade e controle, espera-se a ocorrência de negligência e profusão em maior ou menor grau. O que se viu após a revolução industrial, foi um período de intenso crescimento industrial, onde o tamanho das empresas chegou a tal ponto que as mesmas não poderiam mais ser administradas por uma única pessoa ou família, fazendo-se necessária a contratação de gestores.

Berle e Means (1932) discorreram sobre as mudanças pelas quais passava a economia americana, especificamente no que se refere à maior dispersão da base acionária das empresas, fazendo uso de estatística, especulações filosóficas e argumentos técnicos. Esses autores constataram a dissociação entre propriedade e controle nas corporações, onde estas não eram administradas por seus proprietários ou fundadores, mas por gestores graduados que no máximo detinham uma fração menos significativa do capital. Esse estudo expôs a necessidade de uma maior compreensão das relações contratuais entre proprietários, gestores e demais partes interessadas no desempenho organizacional.

No artigo “*The Nature of Firm*”, escrito em 1937 pelo economista britânico Ronald Coase, o autor mencionou o termo Teoria da Firma, olhando além do significado jurídico ou contábil, ao explicar as empresas como unidade de produção, onde os proprietários compram e contratam fatores de produção para o fornecimento de produtos e serviços.

Furubotn e Pejovich (1972) escreveram que a organização por si só já não era mais o foco central, surgindo trabalhos que debatiam a busca dos interesses próprios pelos indivíduos dentro dos limites estabelecidos pela estrutura organizacional existente.

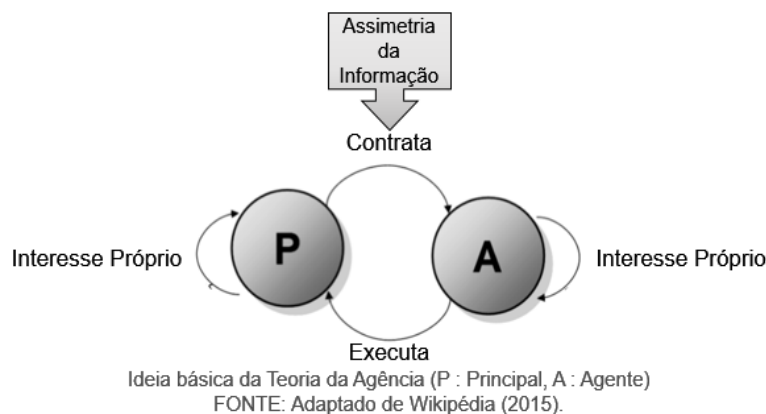
Esses estudos, bem como o contexto empresarial vigente em meados do século XX, embasaram o desenvolvimento de importantes teorias com o objetivo de explicar a ocorrência de conflitos entre as partes interessadas, os *stakeholders*, em uma organização, como também apontar mecanismos atenuadores destas divergências.

### 2.1.1 Teoria da Agência

Os acontecimentos no meio industrial, como também as pesquisas científicas, levaram ao surgimento da Teoria da Agência, a partir dos estudos desenvolvidos por Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973). A Teoria da Agência busca explicar dois tipos de conflitos: i) aqueles decorrentes de divergências de preferências ou objetivos entre agente e principal e aqueles oriundos da dificuldade e onerosidade do principal em verificar o exercício pleno das atividades delegadas ao agente; e ii) aqueles que se referem a posturas diferentes diante do risco. Anteriormente a estes trabalhos, a economia clássica concebia a empresa como uma entidade fechada compromissada com a maximização do lucro, de maneira que, os acontecimentos no mercado eram mais interessantes do que as dinâmicas internas à empresa. A teoria da agência veio então a discutir as relações em uma firma, explicando-a como uma série de contratos constantemente renegociados pelos atores, cada um com o objetivo de maximizar sua própria utilidade. (LEARMOUNT, 2002).

A relação de agência pode ser definida como contratos onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega outra pessoa (o agente) para realizar determinada tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade. (JENSEN; MECKLING, 1976). Se ambas as partes agirem por seus próprios interesses visando maximizar sua riqueza ou benefício, é coerente acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Essa possível dualidade e distinção de pensamentos e atitudes é a premissa fundamental da Teoria da Agência, esquematizada logo abaixo na figura 1. Argumento que também foi reforçado na pesquisa de Jensen e Meckling (1994), onde os autores ao analisarem aspectos do comportamento humano, discorreram sobre a ideia da quase impossibilidade de um indivíduo priorizar a maximização da riqueza de outra pessoa em detrimento de sua própria.

FIGURA 1 - ESQUEMATIZAÇÃO DA TEORIA DA AGÊNCIA



Iudícibus e Lopes (2004) corroboram neste sentido ao afirmarem que em uma relação de agência, os agentes possuem, em algumas vezes, interesses divergentes do principal, o que leva a conflitos e pode prejudicar os resultados esperados pelos proprietários. Nesta ótica, o acionista e as demais partes interessadas em uma empresa devem se resguardar contra possíveis expropriações pelos gestores, que podem ocorrer das mais diversas formas, podendo-se citar a apropriação indevida de ativos e investimentos com retorno duvidoso, o que reduz o retorno sobre o capital investido.

La Porta et al. (2000) contribuem com este entendimento quando afirmam que a ação dos gestores em benefício próprio pode ser exercida por diferentes meios, por exemplo, quando os gestores vendem produtos ou serviços da empresa que atuam para outra empresa da qual detenham posse, por valores abaixo dos de mercado, desmembramento de ativos, e etc. Estas ações muito embora tenham algum amparo legal, têm basicamente o mesmo efeito que um roubo. Esses autores desenvolveram importante trabalho ao descreverem diferenças entre países quanto às diferenças nas leis que norteiam a governança corporativa nas empresas, a efetividade na aplicação das mesmas, discutindo as possíveis origens das diferenças apontadas e suas consequências, bem como avaliaram estratégias potenciais de mudanças nas políticas de governança corporativa.

Tirole (2006) listou quatro situações, denominadas genericamente de “Risco Moral”, onde os executivos podem não agir de acordo com os interesses dos acionistas: (i) empenho insuficiente; (ii) investimentos extravagantes; (iii) estratégias de entrincheiramento: ações que podem prejudicar o acionista com o objetivo de manter sua posição na empresa; e (iv) *self-dealing*: ações em benefício próprio, como o consumo de regalias que oneram a empresa e não beneficiam na mesma proporção o acionista.

Silveira (2005) comenta que a maior parte da literatura dedicada a este assunto estuda o modelo anglo-saxão de propriedade pulverizada do controle das empresas, com destaque para o problema de agência entre gestores e acionistas, muito embora o modelo predominante no mundo - inclusive no Brasil – seja o de propriedade concentrada, com predominância do conflito entre acionistas controladores e minoritários.

Analisando a estrutura de propriedade empresarial predominante no Brasil, e os conflitos decorrentes dela, Procianny (1996) escreveu que os acionistas majoritários ao exercerem maior poder na administração, podem obter benefícios em detrimento dos minoritários. Junqueira et al. (2014) relatam que o principal motivo da existência destes conflitos é a existência de diferentes interesses particulares, à medida que cada qual busca maximizar seu interesse.

Os vários debates envolvendo os conflitos de agência deram origem a linhas de pesquisas e a outras teorias com foco específico em determinados pontos.

#### 2.1.1.1 Linhas de pesquisa sobre a Teoria da Agência

De acordo com Jensen (1983), os debates sobre os conflitos de agência se dividiram em duas linhas literárias que foram nominadas pelo autor como “agente-principal” e “teoria positiva da agência”. A linha “agente-principal” estuda a estrutura de preferências das partes envolvidas em contratos explícitos ou implícitos; as incertezas que envolvem esta relação e os custos de monitoramento. A linha positivista da agência além de buscar identificar as situações em que agente e principal têm mais conflitos de interesse, busca apontar mecanismos de governança que limitem o possível comportamento oportunista dos agentes.

#### 2.1.2 Teoria da Firma

Concentrando-se em aspectos específicos das relações de agência, Jensen e Meckling (1976) compilaram os conhecimentos que se tinham sobre a teoria dos direitos de propriedade, da agência, e das finanças para desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade das empresas. Os autores dedicaram-se especificamente aos problemas advindos das relações contratuais entre proprietários e seus gerentes, e entre credores e acionistas ajudando a explicar, dentre outros fatores, por que os credores costumam impor cláusulas restritivas em contratos de

empréstimos que concedem às empresas, e porque estas são levadas também a sugerir a inclusão destas cláusulas.

Jensen e Meckling (1976) indicaram então três aspectos que a teoria da firma pode explicar: i) um empresário ou gestor de uma empresa com estrutura de propriedade mista (capital próprio e capital de terceiros) vai atuar de modo que o valor total da empresa seja menor do que seria caso ele fosse o único proprietário, ou seja, o empenho do proprietário ou acionista é proporcional a sua posse na empresa, e o gestor aos seus rendimentos; ii) que o insucesso do agente, representado pelo gestor, em maximizar o valor da firma é perfeitamente condizente com a eficiência; iii) os motivos da divulgação voluntária dos relatórios contábeis para acionistas ou credores.

Segundo esses autores, o mecanismo de funcionamento das grandes empresas, caracterizadas em sua maioria pela separação entre propriedade e controle, incorre em custos de agência que são os oriundos da contratação de executivos, investimentos em sistemas de monitoramento do desempenho da gestão e as perdas residuais do principal, decorrentes da divergência de objetivos e preferências das partes. Estes custos deixariam de existir na situação em que 100% do capital de uma empresa pertence a um único indivíduo que também é o administrador da mesma.

O trabalho de Fama (1980) incrementou os debates sobre a teoria da firma, pois também considera a empresa como um conjunto de relações contratuais entre os fatores de produção, com interesses específicos de cada parte. Porém, de acordo com esse autor a separação entre propriedade e controle pode ser explicada como uma forma eficiente de organização econômica. Nesse sentido, mesmo que os gestores possam tomar decisões discricionárias baseadas em interesses próprios, a aplicação de mecanismos adequados de governança pode ser amenizadora de tais problemas. O diferencial no trabalho de Fama (1980) em relação ao de Jensen e Meckling (1976) é o fator reputação dos gestores, pois, segundo o autor, o mercado é capaz de punir gestores pelo exercício de uma gestão ruim.

Barney e Hesterly (2004) argumentam que a concessão de poder ao gestor por parte do principal pode trazer alguns problemas de agência: i) divergência de interesses que normalmente ocorre entre o principal e o agente; ii) os custos de monitoramento das ações do agente; e iii) os custos da obtenção de informações disponíveis ao agente ou em seu poder devido a assimetria da informação entre as partes envolvidas.

A existência do problema de agência entre principal e agente, como também a ocorrência de diferentes níveis informacionais sobre a gestão da empresa, foram fatores

determinantes para o desenvolvimento de mecanismos com a finalidade de harmonizar estas relações, denominados de Governança Corporativa. (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança tem sido uma questão debatida desde que as pessoas começaram a organizar-se para um propósito comum, muito embora o termo específico tenha surgido apenas há algumas décadas. Estes assuntos evoluem a discussão, por exemplo, de como fazer com que a corporação trabalhe para o objetivo acordado, em detrimento de outros fins. (CLARKE, 2004).

Daghie (2011) informa que, do ponto de vista etimológico, a noção de “governança corporativa” tem suas origens no grego e latim, significando conduzir, guiar, dirigir um único corpo, que neste caso vem a ser uma organização formada por um grupo de pessoas autorizado a se comportar, agir como um todo, em seu próprio nome. A premissa por trás da governança corporativa é que os gestores que estão no dia-a-dia das corporações não necessariamente agem visando o melhor para os provedores de fundos. (SONZA; KLOECKNER, 2014).

Para La Porta et al. (2000), GC vem a ser um conjunto de mecanismos por meio dos quais investidores externos procuram proteger seus recursos, bem como os rendimentos esperados, da expropriação pelos *insiders*, que são os administradores e controladores. Ainda afirmam que pesquisas sobre GC têm encontrado regularidade em seus achados empíricos. De acordo com estes autores, alguns elementos do sistema financeiro como amplitude e profundidade dos mercados de capitais, questões sobre segurança e eficiência na alocação de investimentos parecem ser explicadas empírica e conceitualmente pela maneira como as leis dos países protegem os investidores externos.

Tirole (2001) sintetiza a definição de economistas e acadêmicos ao afirmar que GC se refere à defesa dos interesses dos acionistas, induzindo ou até mesmo forçando a gestão a internalizar o bem-estar dos *stakeholders*. É um meio de controle pelo qual os credores tentam se assegurar quanto ao retorno de seus recursos. (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Silva (2006) escreve que em meio a um contexto de rápidas mudanças tecnológicas com impacto nos meios político, econômico e social, faz-se necessário a assimilação destas mudanças pelas empresas, bem como o desenvolvimento da capacidade de gerenciamento destas organizações, com vista à competitividade, qualidade e produtividade.

Com o tamanho alcançado pelas organizações, especialmente as dos EUA no início do século XX, surgiram os escândalos contábeis e se avolumaram as discussões envolvendo

acadêmicos, acionistas e legisladores. Assim, em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório *Cadbury*, que é considerado o primeiro código de boas práticas de GC, e nos EUA o primeiro código de governança elaborado por uma empresa, a *General Motors* (GM).

O tema ganhou força com a criação do *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance* pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Desde então, diretrizes e princípios internacionais passaram a ser considerados por órgãos regulatórios na adequação de leis e elaboração de recomendações. Já no século XXI, o congresso norte-americano, em resposta aos escândalos corporativos envolvendo empresas como a *Enron*, *WorldCom* e *Tyco*, aprovou a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOx), com importantes definições sobre práticas de GC.

No Brasil, percebeu-se um movimento neste sentido com as privatizações e a abertura do mercado nacional na década de 1990, o que levou à criação em 1995 do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), passando a denominar-se em 1999 de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o objetivo de influenciar a sociedade quanto à importância da adoção de práticas transparentes e equânimes na administração das sociedades.

Abaixo encontram-se as sínteses das definições de GC dos organismos anteriormente mencionado:

- IBGC<sup>1</sup>: É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de GC convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.
- CADBURY<sup>2</sup>: “É o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.”

---

<sup>1</sup> IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

<sup>2</sup> CADBURY COMMITTEE. THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. Londres: Cadbury Committee, Dec. 1992.

- OCDE<sup>3</sup>: “É o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação às questões corporativas. Oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho. ”

Não obstante estas definições serem bastante próximas em termos de significado, encontram-se divergências nos modelos de GC praticados nos diferentes países. Oliveira (2000) e Andrade e Rosseti (2004) argumentam que estas diferenças decorrem do perfil histórico, cultural, econômico e institucional de cada país. Silveira (2015) complementa esta ideia ao afirmar que embora existam várias recomendações de GC nos principais códigos de boas práticas, não há um conjunto único de práticas a serem adotadas igualmente por todas as organizações, como consequência das peculiaridades de cada empresa quanto a porte, estágio de vida, estrutura acionária, estratégia, etc.

Analisando os diversos códigos internacionais, Silveira (2015) compilou os princípios essenciais norteadores de uma boa GC:

- Transparência e integridade das informações prestadas: deve-se empregar zelo quanto à divulgação de informações financeiras ou não, nos aspectos referentes à tempestividade, honestidade, etc. Destacam-se entre as informações não-financeiras, aspectos como o modelo de governança, estrutura acionária, principais políticas e diretrizes, perspectivas estratégicas, sistemas de incentivos, avaliação de desempenho, impactos socioambientais, etc.
- Prestação de contas voluntária e responsabilização pelas decisões tomadas: referem-se à apresentação dos resultados pelos gestores, bem como dos elementos que fundamentaram as principais decisões tomadas, além da responsabilização pelas ações e omissões ocorridas na administração.
- Avaliação de desempenho, remuneração justa e meritocracia: deve haver uma avaliação regular e formal do desempenho dos administradores e órgãos de

---

<sup>3</sup> OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Paris: OCDE, 2004.



governança, com recompensas remuneratórias justas de modo a fomentar um ambiente meritocrático.

- Contrapesos independentes no processo decisório: incentivo à participação de diferentes visões na tomada de decisões, de modo a evitar excessiva concentração de poder e mitigar potenciais análises parciais. São necessárias regras para mitigar conflitos de interesses e mecanismos eficientes para a resolução de disputas.
- Sustentabilidade e visão de longo prazo na condução do negócio: implica assegurar relações saudáveis com os *stakeholders*, além de iniciativas concretas com o intuito de melhorar a situação das comunidades nas quais a organização está inserida. Atentando para temas como sucessão de lideranças, mitigação de potenciais passivos futuros e impactos socioambientais.
- Respeito às formalidades, controles e supervisão independentes: o emprego da informalidade não coopera com a boa governança e controle e supervisão são elementos essenciais.
- Tom e comportamento ético das lideranças: requer que conselheiros e diretores utilizem de integridade e elevados padrões éticos em suas decisões, liderando pelo exemplo.
- Cooperação entre colaboradores e promoção do interesse coletivo da organização: o interesse da empresa deve sempre prevalecer sobre os individuais.
- Equidade e promoção da participação efetiva de todos os acionistas: orienta para a imparcialidade no trato com os acionistas, incentivando e facilitando ao máximo sua participação nas assembleias.
- Diversidade interna, tratamento justo dos *stakeholders* e ausência de políticas discriminatórias: respeito à diversidade de gênero, etnia, formações acadêmicas, idade, cultura e pensamento nos órgãos de governança.

Depreende-se do exposto que o objetivo das práticas de Governança Corporativa é alinhar os diversos interesses em uma organização provenientes dos *stakeholders* – os sócios e demais interessados na empresa -, otimizar o valor de mercado da companhia, facilitando o acesso ao crédito, além de zelar por sua longevidade. Andrade (2008) resume que a GC busca criar mecanismos eficientes, por meio de monitoramento e incentivos, a fim de garantir que as ações dos gestores estejam alinhadas aos interesses dos acionistas.

Conforme o exposto, a proteção ao investidor ou credor é importante devido a possibilidade de expropriação de recursos pelos gestores. Desta forma, quando credores financiam empresas, eles passam por um risco recorrente à operação, chegando em alguns casos a não se materializar os retornos do investimento.

Ressalta-se assim a importância de impedir a expropriação, tendo em vista o bom funcionamento do sistema financeiro. O embasamento jurídico é a proteção dos investidores externos, sejam acionistas ou credores, por meio de leis e suas aplicações. Apesar da reputação das empresas e das “bolhas de crescimento econômico” servirem como atrativo de capital, as variações no sistema de proteção dos investidores ajudam a explicar porque empresas de alguns países levantam mais recursos do que em outros. De acordo com este ponto de vista, os investidores externos são mais vulneráveis à expropriação pelo distanciamento da empresa, ao contrário de executivos e fornecedores que mantêm uma proximidade constante. (LA PORTA et al.; 2000).

Correia, Amaral e Louvet (2011) afirmam que os critérios de eficiência da GC integram as dimensões: conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, modalidades de incentivo aos dirigentes, proteção dos minoritários e transparência das informações publicadas. Dentre estes aspectos, o IBGC (2009) expõe que o Conselho de Administração é o principal, bem como o mais pesquisado, componente do sistema de Governança Corporativa.

### 2.2.1 Fatores que influenciam a Governança Corporativa

Diversas pesquisas vêm argumentando que uma adequada Governança Corporativa, é de fundamental importância para as organizações. Silveira, Perobelli e Barros (2008) listaram alguns dos principais determinantes do grau e da qualidade da GC em uma empresa:

- Expectativa de crescimento: quanto maior for a expectativa dos investidores em relação às oportunidades e crescimento da empresa, mais recursos financeiros a empresa necessitará e, assim, espera-se maiores níveis de GC afim de facilitar o acesso ao crédito.
- Tamanho: é natural que grandes empresas apresentem elevados valores em seus fluxos de caixa, o que traz consigo a necessidade de uma adequada GC para amenizar os conflitos de interesse sobre estes recursos.

- Desempenho: A análise de indicadores de desempenho pode sugerir uma maior ou menor necessidade futura de recursos, o que influencia a adoção de boas práticas de GC.
- Concentração acionária do controlador: níveis diferenciados de GC estão associados ao grau de concentração acionária do controlador, devido ao risco de expropriação de recursos dos acionistas minoritários. Outra ótica indica que um maior poder do controlador, diminui a probabilidade de divergências entre o agente e o principal.

Correia, Amaral e Louvet (2011), também concordam com o fator ‘expectativa de crescimento’, quando afirmam que empresas com esta característica buscam constantemente recursos financeiros para melhorar a eficiência e competitividade. Deste modo, a implementação da governança corporativa vem a facilitar o acesso às fontes de financiamento.

La Porta et al. (2000) encontraram grande variabilidade nos fatores influenciadores da governança corporativa entre os países pesquisados, especificamente em concentração de propriedade nas companhias de capital aberto, características dos mercados de capitais, políticas de dividendos e acesso ao financiamento externo por parte das empresas. De acordo com os autores, a abordagem legal ou jurídica é mais proveitosa para o entendimento dos aspectos da governança do que a distinção convencional entre os sistemas financeiros centrados no mercado ou nos bancos.

Depreende-se do exposto na revisão da literatura que Governança Corporativa, referida neste trabalho pelo termo GC, consiste num conjunto de regras, procedimentos, atitudes e instituições que visam controlar a atuação dos administradores, com o objetivo de maximizar preferencialmente os interesses dos *shareholders*. Este mecanismo de gestão é de grande importância para o crescimento de uma empresa, de modo que as dimensões social, ambiental e ética não deixem de ser observadas na condução do negócio. Nesta linha, Jensen (1983) afirma que um dos principais mecanismos internos de alinhamento entre acionistas e gestores no sistema de governo das sociedades e indiretamente na redução dos custos de agência é o conselho de administração.

### 2.2.3 Conselho de administração (CA)

Conforme IBGC (2009), O conselho de administração é um órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, servindo de elo de ligação e monitoramento entre a propriedade e a gestão. O

conselho de administração deve sempre decidir em prol do bem da organização como um todo, independentemente das partes que os indicaram ou elegeram seus membros.

Tem como missão proteger e valorizar a organização, otimizando o retorno do investimento no longo prazo e o equilíbrio entre os anseios dos *shareholders* e *stakeholders*, de modo proporcional ao vínculo que possuem com a organização e ao risco a que estão expostos.

Dentre as responsabilidades do conselho destacam-se a discussão, aprovação e monitoramento de decisões envolvendo a estratégia, estrutura de capital, perfil do risco da empresa, fusões e aquisições, escolha e avaliação da auditoria independente, práticas de governança e políticas de gestão de pessoas, de modo especial em relação ao diretor-presidente e demais executivos, etc.

Em relação aos riscos corporativos, o Conselho de Administração deve segurar-se de que os gestores os identifiquem preventivamente, o que deve ocorrer por meio de um sistema adequado de informações, listando os principais aos quais a organização está exposta, bem como apontando as medidas para a prevenção ou mitigação.

A formação do conselho leva em conta uma série de fatores relacionados à organização e ao ambiente em que ela atua, com destaque para os objetivos, estágio/grau de maturidade da organização e expectativas em relação à atuação do Conselho. O prazo de mandato do conselheiro não deve ser superior a 2 (dois) anos. De acordo com IBGC (2009), a reeleição é recomendada, porém não de forma automática.

O Estatuto/Contrato Social deve apresentar os critérios para renovação do mandato dos conselheiros, bem como fixar um número máximo de anos de serviço contínuo no Conselho.

O Presidente do Conselho é responsável pela eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros, com a incumbência de presidir as reuniões, organizar e coordenar a agenda, monitorar o processo de avaliação do Conselho segundo os princípios da boa GC, etc. Suas atribuições são diferentes e complementares às do CEO, assim, deve-se evitar o acúmulo das duas funções pela mesma pessoa para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão. O código recomenda inclusive que o CEO não seja membro do Conselho de Administração, mas participe das reuniões de Conselho como convidado.

A quantidade de membros do Conselho pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês, de modo que o IBGC (2009) recomenda um número entre 5 (cinco) e 11 (onze) conselheiros, e que o Conselho seja composto apenas por membros externos e independentes.

Nenhum conselheiro deve estar envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração.

Gillan (2006) ressalta a importância do papel do conselho na governança de uma empresa, na medida em que este possui obrigação fiduciária para com os acionistas, e a responsabilidade de prover direção e monitoramento estratégico da gestão.

Cunha e Martins (2007) escreveram que, praticamente todos os códigos de governo das sociedades salientam a importância de um conselho de administração com as seguintes características: (i) exista uma maioria de membros independentes, (ii) o cargo de *Chief Executive Officer* (CEO) e o presidente do conselho de administração seja ocupado por pessoas diferentes, (iii) exista um número adequado de membros e, (iv) a remuneração dos membros do conselho esteja vinculada ao resultado da empresa e seja devidamente publicitada.

O Conselho de Administração deve zelar para que seus diversos relacionamentos (com sócios, diretor-presidente, demais executivos, comitês, Conselho Fiscal e auditorias) ocorram de forma eficaz e transparente.

Quanto a periodicidade das reuniões, deverá ser determinada pelas particularidades da companhia, de modo a garantir a efetividade dos trabalhos do Conselho. Reuniões mensais devem ser evitadas, pois podem interferir indesejavelmente nos trabalhos da diretoria.

As características propostas para um conselho de administração pelo IBGC têm como objetivo facultar a este o bom desempenho de seu papel no monitoramento e direcionamento estratégico da gestão da empresa.

#### 2.2.3.1 Independência do conselho de administração

Fama (1980) e Jensen (1993) expuseram alguns determinantes da eficácia da empresa e do bom governo empresarial. Atributos como composição e independência dos conselhos, legitimidade e conhecimento especializado dos membros, quando combinados, compõe um mecanismo eficaz para este fim. Conselheiros internos, ou seja, aqueles que desempenham funções na gestão da empresa além da de conselheiro, têm menor probabilidade de monitorar o CEO da empresa e o próprio conselho, tendo em vista o vínculo empregatício e a evolução profissional destes executivos. Desta forma, a existência de membros independentes no conselho visa melhorar a tomada de decisão, apontando para um acompanhamento mais eficaz

da gestão da empresa e um mecanismo de defesa para acionistas e credores. (RODRIGUES, 2012)<sup>4</sup>.

Guthrie, Sokolowsky e Wan (2012) comentam que a composição de conselhos mais independentes é fundamental para a melhoria da governança corporativa, pois, dentre outros motivos, uma visão da literatura afirma que o poder e a influência dos gestores sobre os membros do conselho de administração lhes permitem extrair recursos da empresa, principalmente por meio de elevados proventos.

Knyazeva, Knyazeva e Masulis (2013) indicam que a independência do conselho, definida como a proporção do conselho representada por membros independentes - conselheiros externos não cinzentos - é o principal aspecto da composição do conselho. Em contrapartida, “diretores cinzentos” são conselheiros externos com laços familiares ou de negócios com a empresa e/ou sua alta administração, que criam conflitos de interesses que podem comprometer o desempenho adequado das funções do conselho.

Zou, Adams e Xiao (2012) argumentam que promover a independência do conselho tem sido considerada uma medida importante para fortalecer a governança corporativa, de forma que esta postura têm sido destaque nas alterações legislativas de vários países (por exemplo, a lei *Sarbanes-Oxley* de 2002 nos EUA e as regulações na China, comentadas por Xiao, Dahya e Lin (2004) e Gillan (2006)).

Iqbal, Wang e Sewon (2011) se referem ao conselho como o mais elevado mecanismo de controle interno da gestão, onde os administradores podem exercer sua influência sobre o conselho para obter vantagens em benefício próprio.

Critérios como a dimensão, composição, e estrutura de separação de poderes são utilizados para se identificar um conselho independente. Jensen (1993), defende que se a composição do conselho não estiver de acordo com determinados requisitos, este não desempenhará adequadamente suas funções.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, encontrado em IBGC (2009), orienta que os conselheiros devem sempre buscar a maior imparcialidade possível em relação ao sócio, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, com o objetivo de indicar os melhores caminhos para a organização. Também classifica

---

<sup>4</sup> Existe uma divergência quanto à nomenclatura para conselheiro independente. Rodrigues (2012), e Rehman, Rehman e Raoof (2010) referem-se a estes como membros não executivos, outros autores a exemplo de Rosenstein e Wyatt (1990), Rutherford e Buchholtz (2007), Andrade (2008), Iqbal, Wang e Sewon (2011) e Moura, Franz e Cunha (2015) empregam o termo conselheiros ou diretores externos (*outside diretor*). No exterior, os autores chamam de diretores filiados o que o IBGC denomina por conselheiros externos. No entanto, quando os autores se referem à *outside diretores* ou diretores não executivos, depreende-se das definições expostas tratar-se mesmo de “conselheiros independentes”.

os integrantes do Conselho de acordo com o relacionamento destes com os acionistas da empresa. De acordo com esta classificação, existem três classes de conselheiros: i) Independentes; ii) Externos: conselheiros que não tem vínculo atual com a organização, mas não são independentes; iii) Internos: conselheiros que são diretores ou funcionários da organização.

O mesmo código também apresenta as principais características de um conselheiro independente:

- Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital;
- Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador;
- Não estar vinculado por acordo de acionistas; não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 (três) anos;
- Não ter sido, há menos de 3 (três) anos, conselheiro de organização controlada;
- Não estar fornecendo, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização;
- Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização;
- Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição);
- Não ter sido sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período;
- Não ser membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas; manter-se independente em relação ao CEO;
- Não depender financeiramente da remuneração da organização.

O Código também recomenda que o conselheiro deve informar aos demais membros do Conselho sobre quaisquer outros conselhos (de Administração, Fiscal e/ou Consultivo) dos quais faça parte (*board interlocking*), inclusive de organizações do Terceiro Setor. Esta medida

tem por objetivo evitar um possível conflito de interesses e assegurar que o conselheiro disponha de tempo para dedicar-se adequadamente a essa atividade.

Quanto à remuneração, a recomendação é que os conselheiros sejam adequadamente remunerados, considerando o mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade. Importante observar que a remuneração baseada em resultados de curto prazo deve ser evitada para o Conselho. Os valores e a política de remuneração dos conselheiros devem ser propostos pelo Conselho e encaminhados para aprovação da assembleia.

#### 2.2.3.2 Formas de mensurar a independência do Conselho de Administração

Na seção anterior se discorreu sobre a importância apontada pela literatura e pelas boas práticas de GC de ter um conselho de administração independente e as características de um conselheiro independente. Atualmente, não existe um consenso sobre a forma de mensuração do grau de independência dos conselhos, nem da nomenclatura utilizada em tal finalidade.

Bhagat e Black (2000) seguiram uma prática usual de classificar os conselheiros em internos (que são funcionárias da empresa), afiliados ou externos (parente de diretores ou acionista com participação relevante; pessoas propensas a ter relações comerciais com a empresa, tais como bancos de investimento e advogados; ou que deixaram de ser funcionários há menos de três anos), e independentes (conselheiros externos sem estas afiliações). Estes autores então pontuaram cada conselheiro como -1, 0, +1 para conselheiros internos, afiliados e independentes, respectivamente, e dividiram a soma obtida pelo número total de membros de cada conselho, além de uma variável de controle para o tamanho do conselho. O resultado sugere que um índice mais próximo de 1 é indicador de independência do conselho, enquanto que um índice mais próximo de -1 é indicador de não independência. Este procedimento também foi empregado por Silveira (2002), Cunha e Martins (2007), Rehman, Rehman e Raoof (2010) e Rodrigues (2012).

Santos (2002) utilizou o relatório para independência do conselho de administração fornecido pela empresa de consultoria Spencer Stuart. Silva, Santos e Almeida (2011) utilizaram-se das recomendações do IBGC para elaborar um questionário e enviar às empresas. A cada resposta de acordo com as recomendações foi atribuído 1 (um), e 0 (zero) em caso contrário.

No quadro 1 encontram-se evidenciado as formas mais empregadas para mensurar a independência do conselho de administração e os principais critérios analisados, considerando os periódicos de maior fator de impacto listados na base estatística *Journal Citation Reports*



(JCR) da editora *Thomson Reuters*, nas categorias “*Business*”, “*Finance*”, “*Economics*”, “*Management*”.

QUADRO 1 – INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Pesquisas	Razão entre o n° de membros externos e o total de conselheiros	Razão entre o n° de membros independentes e o total de conselheiros	Tamanho do conselho de administração (N° total de conselheiros)	Dualidade de funções pela mesma pessoa (CEO e presidente do conselho)	Outra métrica ou índice
Andrade (2008)	X		X	X	
Andrade et al. (2009)	X		X	X	
Bhagat e Black (2000)			X		X
Black, Carvalho e Gorga (2009)		X	X	X	
Brick e Chidambaran (2010)		X	X	X	
Byrd e Hickman (1991)		X	X		
Correia, Amaral e Louvet (2014)		X	X	X	
Cunha e Martins (2007)			X	X	X
Donnelly e Mulcahy (2008)		X	X	X	
Ferreira, Ferreira e Mariano (2012)		X	X		
Frankel, McVay e Soliman (2011)		X			
Fu e Wedge (2011)		X	X		
Güner, Malmendier e Tate (2005)		X	X		
Guthrie, Sokolowsky e Wan (2012)		X			
Heng, Azrbaijani e San (2012)		X	X	X	
Iqbal, Wang e Sewon (2011)	X		X	X	
Kiekow (2013)		X	X	X	
Knyazeva, Knyazeva e Masulis (2013)		X	X	X	
Lefort e Urzúa (2007)		X	X		
Matos e Góis (2013)		X	X	X	
Mendes-da-Silva e Moraes (2004)		X	X		
Moura, Franz e Cunha (2015)	X		X		
Rehman, Rehman e Raoof (2010)			X		X
Rodrigues (2012)			X		X
Rosenstein e Wyatt (1990)	X				
Rutherford e Buchholtz (2007)	X			X	
Ryan Jr e Wiggins (2004)		X	X	X	
Santos (2002)					X
Silva e Moraes (2004)		X	X		
Silva, Santos e Almeida (2011)					X
Zare, Moeinadin e Heyrani (2014)		X	X	X	
Zou, Adams e Xiao (2012)		X	X	X	
<b>Totais</b>	<b>18,75 %</b>	<b>62,50 %</b>	<b>81,25 %</b>	<b>50,00 %</b>	<b>18,75 %</b>

FONTE: O autor (2015).

### 2.3 A MATURIDADE DA DÍVIDA DAS EMPRESAS

Barclay e Smith (1995) argumentam que cada vez mais os profissionais de finanças vêm se preocupando com outros detalhes dos financiamentos, por exemplo, os prazos de vencimento das dívidas, do que simplesmente com os níveis de financiamentos.

Estudos sobre decisões financeiras têm sido feitos sobre escolhas entre dívida e capital próprio com a abordagem da maturidade da dívida. (ARSLAN; KARAN, 2006). Estes estudos estão associados com a hipótese dos custos de agência, conforme trabalhos de Jensen e Mecking (1976) e Titman e Wessel (1988), argumentando-se que a escolha da estrutura de vencimento da dívida pode reduzir esses custos por meio da mitigação de conflitos de interesses (Myers, 1977; Fama, 1980; Haris e Raviv, 1991; Guney e Ozkan, 2005).

Pesquisando sobre as opções de maturidade, Booth et al. (2001) constataram que a dívida corporativa é essencialmente de longo prazo nos mercados desenvolvidos, e predominantemente de curto prazo na maior parte dos países emergentes. Na ausência de um mercado financeiro desenvolvido, como também de mecanismos de governança, os bancos, que são os principais fornecedores de crédito nos mercados emergentes, preferirão fornecer recursos de curto prazo como forma de controlar mais eficazmente seus mutuários. (DIAMOND, 1991; PETERSEN; RAJAN, 1995). Assim, Stulz (1990) escreve que, por meio da dívida de curto prazo, os credores podem monitorar a gestão com menos esforço, o que torna mais difícil a ocorrência de fraudes, pois os termos do financiamento são sempre ajustados quando das renegociações.

Barclay e Smith (1995) indicam ainda que o tamanho da empresa é potencialmente correlacionado com a maturidade da dívida por algumas razões. Nas emissões públicas existe considerável custo fixo, o que pode ser inviável para as pequenas empresas, mas resulta em economia de escala. As empresas de pequeno porte, portanto, optam pela dívida bancária, com menor custo fixo e maturidade. As maiores empresas, por sua vez, que requerem grande quantidade de crédito, buscam estes recursos frequentemente no exterior. Ocorre que na maioria dos países, com exceção do EUA, existe menor liquidez para as dívidas de longo prazo, sugerindo assim, uma relação negativa entre tamanho da empresa e maturidade da dívida. Assim, dependendo das características do mercado de onde a empresa capta seus recursos, estes podem se configurar como de curto ou longo prazo.

Ho e Singer (1982) afirmam que, em caso de falência, a dívida de curto prazo tem uma efetividade maior por ser paga em primeiro lugar. Assim, na ausência de garantias, a emissão

de dívida de curto prazo para financiar novos projetos de investimento acaba por oferecer um benefício extra de proteção aos investidores.

Rajan e Zingales (2003) afirmam que além das instituições financeiras, outros aspectos como a implementação de mecanismos de governança também exercem influência significativa sobre a escolha da estrutura de vencimento da dívida. Neste contexto, Giannetti (2003) expõe que uma adequada proteção legal dos direitos dos credores é importante para as empresas terem acesso à dívida de longo prazo.

De forma complementar, Barclay e Smith (1995) argumentam que em países onde o sistema financeiro é desenvolvido e onde se encontram regras claras e um sistema definido de proteção aos credores, estes têm menos necessidade de emissão de dívidas de curto prazo como forma de controle e acompanhamento da gestão das empresas.

Basicamente, os autores listados a seguir têm exposto algumas hipóteses não mutualmente excludentes como explicação da estrutura de vencimento das dívidas: a hipótese dos custos de contratação, da sinalização e, equiparação da maturidade.

#### i. Hipótese dos custos de contratação

Nesta linha, Myers (1977) discorre que as oportunidades que uma empresa tem de investimentos futuros podem ser vistas como opções, que têm seu valor à medida da possibilidade de execução destas opções. Tal característica pressupõe o emprego de recursos financeiros, próprios e/ou de terceiros, e o compartilhamento do risco entre acionista(s), detentor(es) de título(s) de dívida e gestores quando da execução de projetos. Em alguns casos, gestores podem capturar quantidade extra de benefícios, por exemplo, quando aumentam seus bônus sobre os resultados da empresa, o que vem a diminuir o retorno dos investimentos. Desse modo, credores se sentem inseguros quanto à recuperação do capital investido, deixando em muitas das vezes de investir em projeto com retorno positivo, fato denominado subinvestimento.

Algumas alternativas são apresentadas na literatura para controlar o problema do subinvestimento: uso de menos dívida, cláusulas restritivas, e uso de menor maturidade da dívida.

No que se refere ao uso de dívida, Diamond (1991) identificou uma associação entre risco de liquidez e dívidas de curto prazo, indicando que empresas pouco alavancadas possuem menos dívidas de curto prazo em sua estrutura. Segundo seus argumentos, à medida que

aumenta a alavancagem operacional, também aumenta o risco de liquidez, o que eleva a dificuldade na obtenção do crédito.

Harford, Li e Zhao (2008) informam que, agindo pelo interesse próprio, os gestores prefeririam menos dívida e/ou dívidas com prazos maiores de vencimento. Nesta linha, Berger et al. (1997) e Benmelech (2006) fornecem evidências de que os gestores preferem obter capital próprio, ou seja, menos dívida, para o financiamento de seus negócios, aumentando assim o fluxo de recursos financeiros livres e diminuindo o risco de liquidez.

Barclay e Smith (1995) expõe que bancos utilizam cláusulas restritivas, *covenants*, como mecanismo de controle da gestão da empresa com a finalidade de proteção dos recursos emprestados, principalmente os de longo prazo. *Covenants* são, portanto, cláusulas contratuais que exigem dos devedores a quitação da totalidade dos débitos com os credores em questão, quando do descaminho da empresa em relação aos indicadores econômico-financeiros acordados.

Com relação à menor maturidade da dívida, Myers (1977) expõe que, se o vencimento da dívida ocorrer antes de qualquer opção real de investimento, o desincentivo originário do risco é eliminado, fazendo com que empresas com mais opções de investimento contratem dívidas prioritariamente no curto prazo como forma de minimizar o subinvestimento.

Apesar dessa vantagem, Myers (1977) argumenta que o custo de rolagem da dívida de curto prazo é maior do que o custo de emissão de dívida de longo prazo, e incluem: (i) maiores custos de oportunidade pelo tempo gasto com as frequentes renovações; (ii) risco de reinvestimento e custos potenciais da falta de liquidez, o que corrobora com a hipótese de sinalização a ser apresentada mais adiante.

Barclay e Smith (1995) expõem que o uso da dívida de curto prazo mantém uma posição mais forte do credor em relação ao tomador do crédito pelo fato do constante monitoramento durante as renovações. Este procedimento se configura em uma vantagem comparativamente a outros credores privados no monitoramento dos empréstimos. (FAMA, 1985).

Rajan e Winton (1995) argumentam que os empréstimos de curto prazo dão enorme poder de monitoramento aos bancos, enquanto os de longo prazo somente permitem alguma ação quando do emprego de *covenants*.

Arsilan e Karan (2006) apoiam o entendimento de Myers, de que o uso de dívida de curto prazo pode amenizar o problema do subinvestimento, porém pode trazer alguns riscos à empresa: o risco da variação nas taxas de juros, risco de refinanciamento e risco de liquidez. De acordo com esta visão, empresas em mercados emergentes estão expostas relativamente a

uma maior incerteza quanto a possível taxa de juros a ser contratada no momento da renovação dos empréstimos, principalmente devido à inconstância destes mercados. Dependendo também das condições pelas quais passa a empresa e o mercado na ocasião das renovações, estas vão enfrentar o risco de negação da renovação do crédito, o chamado risco de refinanciamento. Ademais, a gestão adequada dos recursos pode contornar os riscos advindos da assunção de dívida de curto prazo, alinhando os objetivos e interesses de tomadores e fornecedores de capital.

Smith (1986) aponta para a questão da regulamentação, segundo a qual gestores de empresas regulamentadas têm menor poder manipulativo do que gerentes de empresas não regulamentadas, o que reduz os efeitos adversos da dívida de longo prazo. Por conseguinte, a hipótese dos custos de contratação sugere que estas empresas tenham mais dívidas de longo prazo comparativamente às empresas não reguladas.

Pesquisas empíricas a exemplo de Klein (1998) e Güner et al. (2006), têm demonstrado que o conselho de administração usa seu poder para definir as políticas de financiamento. Estes autores constataram que conselhos fortes estão associados com mais dívidas e menores prazos de vencimento.

## ii. Hipótese da Sinalização

Ross (1977) escreveu os primeiros ensaios sobre a hipótese da sinalização. De acordo com seus relatos, se os gestores possuem informações importantes e privilegiadas, eles certamente utilizarão isso na escolha da estrutura financeira mais adequada. Estes movimentos rapidamente serão percebidos e entendidos em um ambiente de equilíbrio de mercado.

Flannery (1986) expandiu a teoria da sinalização de Ross (1977) utilizando opções de maturidade da dívida. De acordo com esta nova ideia, dívida de curto prazo sugere necessidade de refinanciamento em futuro próximo, a uma taxa de juro que refletirá as condições (incertas) da empresa naquele momento, enquanto que a emissão de dívida de longo prazo ameniza esta preocupação.

Cientes da presença da assimetria de informação, investidores exigirão sempre um prêmio pelo risco do investimento, ainda mais evidente nos contratos de financiamento de longo prazo pela possibilidade de deterioração das condições econômico-financeira da empresa. Desta forma, como sinal de sua qualidade, demonstrando ao mercado segurança quanto ao futuro da organização e, conseqüentemente, não temendo alterações significativas nas taxas de juros, as organizações optarão pela emissão de dívida de curto prazo.

Pesquisando as opções ou alternativas de maturidade da dívida, Jun e Jen (2003) escreveram que empresas financeiramente fortes são menos afetadas pelos riscos de refinanciamento e de juros, provenientes das dívidas de curto prazo. A força ou pujança financeira fornece às empresas um menor prêmio pelo risco do empréstimo, uma vez que estas têm menor probabilidade de insolvência, obtendo assim menos dificuldades em refinarçar seus empréstimos. Arslan e Karan (2006) comentam que, embora as taxas de juros para empréstimos no curto prazo sejam maiores que no longo prazo, a força financeira permite cobrir estes custos. Neste sentido, Guedes e Opler (1996) indicam que o uso da dívida de curto prazo como mérito da força financeira pode ser uma hipótese de sinalização ao mercado sobre a qualidade desta empresa.

Correia (2012) aponta que, por meio da existência ou não de custos de emissão de dívida, é possível obter dois tipos de equilíbrio no modelo de Flannery (1986). Quando da ausência de custos de emissão, as empresas podem optar pela melhor alternativa de maturidade, fator que neutraliza o efeito da sinalização. Consequentemente o mercado irá estabelecer um mesmo prêmio de risco para os dois tipos de empresas, taxando em demasia as boas empresas de forma a compensar o efeito das más empresas (*pooling equilibrium*). De outra forma, quando da presença de custos de emissão, as empresas de boa qualidade têm a alternativa de utilizar a emissão de dívida de curto prazo como sinal de sua qualidade frente ao mercado (*separating equilibrium*).

Titman (1992) testou a influência da incerteza da taxa de juro e dos custos de falência no modelo de Flannery (1986). As análises indicam que as empresas com *rating* inferior e que possuem expectativas de melhoria futura do seu *rating* de crédito, preferem financiar-se com dívidas de curto prazo, esperando refinanciá-la em melhores condições nas renegociações posteriores. Neste sentido, Diamond (1991, 1993) informa que gestores com informações privilegiadas preferirão emitir dívida de curto prazo, mesmo com o aumento do risco de liquidez da empresa.

Entende-se então que, uma governança corporativa representada por um conselho de administração independente e, portanto, com poderes de monitoramento sobre a gestão de uma empresa, coibiria atitudes de retenção de informações privilegiadas e, consequentemente a assimetria de informação, de maneira que a empresa não precise emitir dívidas de curto prazo como sinal de sua qualidade para o mercado financeiro.

O trabalho de Lanzana (2004) corrobora neste sentido, ao encontrar evidências estatísticas que sugerem uma relação complementar entre o nível de *disclosure* e a estrutura do conselho de administração. De acordo com esta relação, prediz-se que um maior nível de

transparência é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle, como a independência do conselho de administração, com base na ideia de que em um ambiente de intenso monitoramento os gestores passam a se sentir inibidos quanto a retenção de informações relevantes não reveladas ao mercado por interesses próprios.

Gonçalves et al. (2008) encontraram relação positiva entre *social disclosure* e nível de governança, ao afirmarem que, para as empresas brasileiras listadas na *NYSE*, os resultados revelaram um maior nível de *social disclosure* em relação às empresas brasileiras não listadas naquela bolsa. Weffort (2005), Nóbrega et al. (2000) e Costa (2005) também escrevem neste sentido, argumentando que, para satisfazer um mercado acionário mais desenvolvido, as empresas tendem a buscar maior evidenciação em suas informações.

### iii. Equiparação dos prazos de vencimento entre as maturidades de ativos e dívidas

De acordo com Morris (1976) e Myers (1977), empresas devem equiparar a maturidade de ativos e passivos, também denominado na literatura pelo termo *matching*, com o objetivo de reduzir a exposição ao risco de liquidez. Segundo este critério, a equivalência entre a maturidade da dívida com a dos ativos pode ser uma base racional explicativa da maturidade, como também da maximização do valor das empresas. No final da vida dos ativos a empresa enfrenta uma decisão de reinvestimento, de modo que o vencimento da dívida concomitante ao do ativo auxilia o restabelecimento dos incentivos necessários ao novo investimento. Subentende-se que, para um ativo de pequena vida útil seja sensato uma menor maturidade da dívida, e para ativos de longa maturação pede-se também maior maturidade para a dívida.

Morris (1976) apresenta a dimensão do risco nas diferentes políticas de maturidade. Conforme suas objeções, espera-se que os incrementos no fluxo de caixa gerado pelo ativo financiado sejam suficientes para cumprir com os compromissos da dívida até o final da vida útil deste ativo. Quando isto não acontece, o autor afirma que a empresa incorre em risco financeiro devido à falta de recursos, caso a dívida vença antes da geração de caixa do ativo, ou mesmo após o término da geração de caixa deste bem.

Para Myers (1977), a equiparação entre a maturidade de ativos e passivos garante que o reembolso da dívida ocorra de forma proporcional à vida útil do ativo, o que vem a mitigar ou resolver o subinvestimento, que ocorre pelo receio dos credores em não receber seus recursos.

Esta hipótese da combinação das maturidades de ativos e passivos é sustentada por diversas pesquisas empíricas a exemplo dos trabalhos de Ozkan (2000), Scherr e Hulburt (2001), Antoniou, Guney e Paudyal (2006), López-Gracia e Mestre-Barberá (2011), Nakamura et al. (2011) e Terra (2011).

QUADRO 2 - SÍNTESE DAS HIPÓTESES LEVANTADAS

Hipóteses	Abordagem	Autores
Custos de Contratação	Subinvestimento; Uso de menos dívida; Cláusulas contratuais restritivas; menor maturidade.	Myers (1977); Diamond (1991); Barclay e Smith (1995)
Sinalização	Emissão de dívida de curto prazo como sinalização da qualidade da empresa.	Ross (1977); Flannery (1986); Guedes e Opler (1996)
Equiparação	Equiparação entre os prazos de vencimentos de ativos e dívidas.	Morris (1976); Myers (1977); Ozkan (2000); Scherr e Hulburt (2001)

## 2.4 QUESTÃO DE PESQUISA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DO ESTUDO

A literatura revisada apresentou alguns modos pelos quais opções de maturidade da dívida podem exercer papel disciplinador nas ações dos gestores. Neste estudo será examinado o impacto que uma forte governança corporativa, por meio de um conselho de administração independente, exerce na maturidade da dívida das empresas brasileiras de capital aberto.

De acordo com a teoria da agência, os gestores tendem a se envolver em comportamento oportunista, absorvendo de alguma forma a riqueza do acionista, longe da presença de credores e de mecanismo adequado de governança. Seguindo esta ideia, Senbet e Tosun (2014) escrevem que os credores preferem conceder empréstimos e financiamentos com menor maturidade tendo em vista interação mais próxima devido às constantes renovações de modo a supervisionar a atuação dos gestores.



Corroborando este entendimento, Easterbrook (1984) nota que, quando uma empresa tem que frequentemente emitir novas dívidas, os gestores são avaliados pelos credores a cada emissão, aumentando assim o monitoramento. Esta visão também é apresentada no estudo de DeAngelo, DeAngelo e Wruck (2002). Complementando este entendimento, Benmelech (2006) argumenta que gestores preferirão emitir dívida de longo prazo como meio de diminuir o risco de liquidez da empresa.

Por outro lado, esse monitoramento externo pode ser substituído por um mecanismo interno de controle, por meio do conselho de administração independente. (SENBET E TOSUN, 2014). Neste caso, os credores não precisariam monitorar tão proximamente a ação dos gestores via meio externo, fazendo-se uso da ação do conselho para então fornecer dívida de prazo mais longo. Este aspecto é de fundamental importância para as empresas, pois precisam de recursos de longo prazo para investir principalmente em estrutura física e bens de capital, que apresentam prazos maiores de retorno.

Tendo em vista estes aspectos, Harford, Li e Zhao (2008) indicam que estrutura de capital (endividamento) e independência do conselho podem ser substitutas ou complementares no controle sobre os custos de agência. Seriam substitutas se os acionistas indicassem uma estrutura de capital restritiva (alta alavancagem e menor maturidade) com o intuito de estabelecer boa reputação ao mercado na ausência de adequada governança interna, por exemplo com um conselho de administração não-independente e não-atuante. Por outro lado, esta relação pode ser de complementariedade, quando um conselho independente faz uso de menor maturidade da dívida como forma de controle e monitoramento da gestão. A visão substituta é questionada no trabalho de Berger, Ofek, e Yermack (1997). Harfor, Li e Zhao (2008) acreditam então que um conselho forte, ou independente, atue no sentido de forçar os gestores a optarem por um nível e estrutura de maturidade da dívida (mais dívida e de curta maturação) que facilite o monitoramento constante, inclusive por parte do mercado de crédito. Os achados de suas pesquisas (Harford, Li e Zhao (2008)) confirmaram suas expectativas ao apontar para uma relação significativa e positiva entre a força do conselho e alavancagem e significativa e negativa entre a força do conselho e o uso de dívidas de longo prazo.

O atual ambiente de crédito brasileiro, em fase de desenvolvimento, apresenta algumas peculiaridades, como histórico de altas taxas de inflação quando comparadas às de países desenvolvidos, incerteza no meio político e econômico e, endividamento das empresas no curto prazo. De acordo com Tarantin Junior (2013), 80,1% do total da dívida das empresas brasileiras concentram-se no curto e médio prazo, apenas 19,9% das dívidas tem prazo de pagamento superior a cinco anos e, 45,7% das fontes de financiamento são oriundas de recursos bancários,

analisando o período de 2005 a 2012. Quanto a este aspecto, Coelho e Lopez (2007) argumentam que, no Brasil, os mecanismos de financiamento de longo prazo se restringem aos bancos oficiais e às emissões de títulos desintermediados, ainda sem expressão no total dos financiamentos deste mercado.

Os trabalhos realizados até o momento relacionaram a maturidade da dívida das empresas com diversas variáveis, como o endividamento, tamanho da empresa, maturidade dos ativos, impostos e sinalização ao mercado. Com base no exposto pelas pesquisas referentes a teoria da agência, maturidade da dívida e governança corporativa, especificamente independência dos conselhos de administração, bem como considerando as características do ambiente econômico brasileiro, formulou-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H<sub>1</sub>: A independência do conselho não afeta a maturidade da dívida das empresas.

H<sub>2</sub>: A independência do conselho de administração resulta em menor maturidade da dívida.

Na sequência serão descritas a metodologia da pesquisa, análise e discussão dos resultados e, conclusão deste estudo.

### 3 ESTRUTURA METODOLÓGICA

Este estudo empírico tem por objeto examinar a possível influência de um conselho de administração independente sobre a maturidade da dívida nas empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA. Sendo assim, faz uso de trabalhos descritivos anteriores, a exemplo de Myers (1977), Brick e Ravid (1985), Flannery (1986), Diamond (1991), Barclay e Smith (1995), para desenvolver uma pesquisa explicativa, que segundo Acevedo e Nohara (2004) tem a finalidade de explicar por que o fenômeno ocorre, quais os fatores que causam ou contribuem para sua ocorrência, ou qual é a explicação para a relação entre dois ou mais fenômenos. Também pode ser chamado de estudo correlacional, conforme Cooper e Schindler (2011) explicam, utiliza de teoria (s) e/ou hipóteses para explicar as forças que levaram determinado fenômeno a ocorrer.

#### 3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

Esta pesquisa pode ser considerada empírico-positivista, pois conforme Martins e Theóphilo (2007), trabalhos deste tipo procuram estabelecer relações entre variáveis mediante controle e sistematização de dados empíricos com objetivo de explicar e descrever os fenômenos considerados. Pode ser visto ainda como *ex post fact*, onde o pesquisador não tem controle sobre as variáveis utilizadas no sentido de manipulá-las. (COOPER; SCHINDLER, 2011).

Coletar-se-á dados referentes à maturidade da dívida, bem como dados de Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, a bolsa de valores oficial do Brasil, da plataforma “Condinheiro”<sup>5</sup>, tomando-se informações consolidadas anuais de 2010 a 2014. Os demais dados contábeis serão obtidos na plataforma *Bloomberg*®<sup>6</sup>, disponibilizada pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Assim, trata-se de uma pesquisa

---

<sup>5</sup> Condinheiro é um sistema completo e integrado de soluções em software para o mercado financeiro que engloba uma base de dados abrangente e ferramentas para análise de investimento e consolidação de relatórios de investimentos. O sistema contempla mais de 15.000 séries financeiras com atualizações diárias e mais de 230 ferramentas financeiras que permitem análises altamente customizáveis e com o mais elevado padrão de confiabilidade. (CONDINHEIRO, 2016).

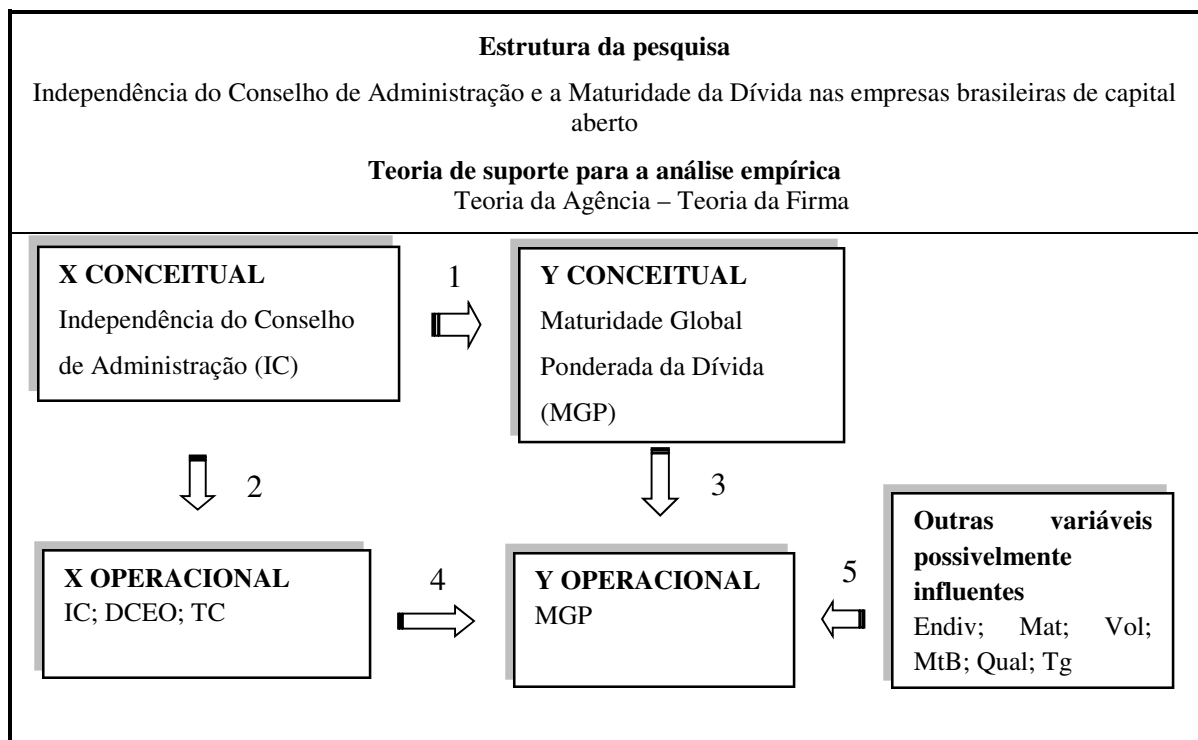
<sup>6</sup> A Bloomberg foi fundada em 1982 com a missão de trazer transparência aos mercados financeiros e de capitais por meio do acesso a informação. Conta com mais de 15.000 funcionários em 192 escritórios localizados em 72 países. O serviço Bloomberg Professional conecta mais de 320.000 profissionais de negócios, finanças e entidades governamentais a uma rede global e dinâmica de informações, notícias, pessoas e ideias, viabilizando decisões mais rápidas e eficazes.

documental que, conforme Beuren (2009), baseia-se em dados para os quais não foi dado tratamento analítico das fontes para organizá-los de acordo com os objetivos da pesquisa.

### 3.2 CONSTRUCTOS, VARIÁVEIS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS

Senbet e Tosun (2014) informam que devido às alterações nas normas de governança corporativa, propostas por entidades de diversos países após os sérios casos de corrupção em grandes companhias, a relação de influência ocorre a partir da estrutura de administração corporativa em direção às decisões de vencimento da dívida da empresa. Elaborou-se assim o constructo desta pesquisa, representado basicamente pela variável independente “Independência do Conselho de Administração” (IC) e a variável dependente “Maturidade da Dívida”, conforme figura 2.

FIGURA 2 - RELAÇÃO DE INFLUÊNCIA ENTRE AS VARIÁVEIS



FONTE: adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

LEGENDA: **DCEO** – Variável *dummy*, controla se as funções de presidente do Conselho de Administração e CEO da empresa são exercidas pela mesma pessoa; **TC** – Tamanho do Conselho de Administração, variável *dummy*, controla se a quantidade total de membros do conselho encontra-se conforme o recomendado pelo IBGC, ou seja, entre 5 e 11 conselheiros. **Endiv** – Endividamento da Empresa; **Mat** – Maturidade dos Ativos; **Vol** – Volatilidade do valor da empresa; **MtB** – Market – to – Book; **Qual** – Qualidade financeira da empresa; **Tg** – Grau de tangibilidade dos ativos da empresa.

Considerando a disponibilidade de dados, utilizou-se o recorte temporal de 2009 a 2014 devido à ausência de informações referentes à maturidade da dívida das empresas anteriormente a este período. Este recorte temporal também corresponde a implantação de uma série de mecanismos e recomendações de boas práticas de governança corporativa, a exemplo do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – IBGC (2009) – Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – CVM (2002) – e dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Seguindo a linha de trabalhos anteriores referentes a estes temas, foram excluídas da amostra empresas do setor financeiro, conforme Harford, Li e Zhao (2008), Senbet e Tosun (2014). Justifica-se a exclusão das empresas financeiras pelo fato de utilizarem lógica inversa no uso de dívida quando comparadas as de outros setores. Estas empresas trabalham preferencialmente com recursos de terceiros, tendo em vista os benefícios resultantes da diferença entre as taxas de captação e aplicação no mercado. Foi controlado ainda por meio de variável *dummy* a presença de empresas prestadoras de serviços de utilidade pública, que são as envolvidas na distribuição, produção e serviço de ativos naturais, variando desde água à eletricidade e gás natural. Por entregar um produto essencial a praticamente todo cidadão, e por impactar fortemente a economia, estas empresas são reguladas pelo governo federal, limitando o preço final e indiretamente os resultados destas companhias. Foram também eliminadas as empresas que não apresentaram um mínimo de três observações ao longo do período analisado e os *outliers*<sup>7</sup>. Assim, a amostra desta pesquisa foi composta por 252 empresas, totalizando 416 observações no período de 2010 a 2014, considerando as exclusões citadas anteriormente.

### 3.2.1 Métrica para a maturidade da dívida das empresas (MGP)

A estrutura de maturidade da dívida das empresas foi avaliada por meio da variável MGP – Maturidade Global Ponderada – com dados anuais coletados da plataforma Condinheiro, também disponíveis no site da BM&FBOVESPA, em Formulário de Referência, item 3 – Informações Financeiras Seleccionadas, subitem 3.8 – Dívidas. Nestes formulários, as dívidas das empresas são classificadas em 4 (quatro) níveis: i – Dívidas com vencimento

---

<sup>7</sup> Em estatística, *outliers* é uma observação que apresenta um grande afastamento em relação às demais da série, está “fora” dela, ou que é inconsistente. A existência de *outliers* implica, tipicamente, em prejuízos a interpretação dos resultados dos testes estatísticos aplicados às amostras. (GLADWELL, 2008). O método aplicado aqui para tal identificação é o do *score z*, ou do desvio-padrão, considerando-se *outliers* os superiores à três desvios-padrão em relação à média.

inferior a um ano; ii – Dívidas com vencimento entre um e três anos; iii – Dívidas com vencimento entre três e cinco anos; iv – Dívidas com vencimento superior a cinco anos. Ainda de acordo com o formulário de referência, são divididas entre as com garantia real e as quirografárias.

Conforme apresentado adiante, a dimensão da empresa pode influenciar a estrutura de maturidade da dívida. Segundo Yi (2005), empresas com grandes oportunidades de investimentos tendem a ser as de menor porte. Este ponto de vista é complementado por Smith e Wagner (1979), segundo os quais empresas pequenas enfrentam conflito entre credores e acionistas decorrente da assunção de riscos e diluição de direitos quando da contratação de crédito para implementação destas oportunidades. A emissão de dívidas de curto prazo pode vir a equacionar este problema, pois credores se sentem mais dispostos à concessão de empréstimos e financiamentos devido a maior possibilidade de reaver seus recursos num menor espaço de tempo, não ficando à mercê de possíveis percalços da empresa no longo prazo. Por outro lado, Ozkan (2000) argumenta que grandes empresas têm mais acesso ao mercado de capitais, bem como mais ativos para ser dado em garantia nos empréstimos, o que facilita a obtenção de mais dívida, como também de longo prazo. Neste sentido, Titman e Wessels (1988) escrevem que empresas com operações de maior escala tendem a usar maior proporção de dívida de longo prazo comparativamente às dívidas de curto prazo. Espera-se assim, relação positiva entre tamanho da empresa e maturidade da dívida.

Foi utilizado neste trabalho a abordagem do logaritmo natural dos ativos totais de cada empresa, a exemplo dos trabalhos de Antoniou, Guney e Paudyal (2006); Gul e Goodwin (2010); Wei, Min e Jiaying (2011); Fan, Titman e Twite (2012); Senbet e Tosun (2014). O quadro a seguir apresenta o esquema de obtenção da variável MGP:

QUADRO 3 - CLASSIFICAÇÕES DE MATURIDADE DA DÍVIDA

DÍVIDAS	PRAZO	PONDERAÇÃO
D1	Vencimento inferior a um ano	0,5
D2	Vencimento entre um e três anos	2
D3	Vencimento entre três e cinco anos	4
<sup>8</sup> D4	Vencimento superior a cinco anos	10
MG	$= (D1*0,5 + D2*2 + D3*4 + D4*10) / \text{Dívida Total}$	
MGP	$= \text{Logaritmo Natural } (MG * \text{Ativo Total})$	

<sup>8</sup> Operações financeiras realizadas entre o BNDES e indústrias de transformação: até 10 anos para pagar.

### 3.2.2 Métrica para o grau de independência do conselho de administração

Esta pesquisa buscou identificar se um conselho de administração independente afeta a estrutura de maturidade da dívida em empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA. Fama (1980) argumenta que a medida que aumenta a proporção de membros independentes no conselho, este torna-se mais independente pelo fato de seus conselheiros independentes não estarem ligados à dinâmica interna à empresa, aos conflitos de interesses e a luta pelo poder. Os dados para a formação desta variável foram obtidos da plataforma Condinheiro.

Levantamento realizado nesta pesquisa sobre as formas utilizadas para a mensuração do grau de independência do conselho de administração, considerando preferencialmente os periódicos de maior fator de impacto listados na base estatística *Journal Citation Reports* (JCR) da editora *Thomson Reuters*, nas categorias “*Business, Finance*”, “*Economics*”, “*Management*”, apontou que, dos 32 artigos encontrados que trabalharam com esta variável, 19 empregaram a razão entre o número de conselheiros independentes em relação ao total de membros do conselho. Pode-se citar as pesquisas de Ryan Jr e Wiggins (2004), Brick e Chidambaran (2010), Fu e Wedge (2011), Zou, Adams e Xiao (2012), Guthrie, Sokolowsky e Wan (2012) e Zare, Moeinadin e Heyrani (2014).

Assim, a variável para controle da independência do conselho de administração (IC) será calculada da seguinte maneira:

$$IC = \frac{\text{Conselheiros Independentes}}{\text{Número Total de Conselheiros}}$$

Além desta variável preponderante, a independência do conselho também será controlada pelo emprego de duas variáveis *dummies*. A primeira, denominada DCEO assumirá valor 1 (um) sempre que os cargos de presidente do conselho de administração e CEO da empresa forem exercidos por pessoas distintas, e 0 (zero) caso contrário, abordagem empregada também por Zou, Adams e Xiao (2012) e Matolcsy, Tyler e Wells (2012). A segunda, denominada TC, assumirá valor 1 (um) caso a empresa tenha o conselho composto por um número entre 7 (sete), inclusive, e 11, inclusive, membros; e zero caso contrário.

### 3.2.3 Variáveis de controle para a construção dos modelos

De acordo com Morris (1975), Barclay e Smith (1995), Stohs e Mauer (1996) e Arslan e Karan (2006), entre outros trabalhos, é necessário o emprego de determinadas variáveis na análise da estrutura de maturidade da dívida de empresas.

#### 3.2.3.1 Opções de investimento (MtB)

Myers (1977) afirma que a emissão de dívidas de curto prazo pode atuar no sentido de diminuir o problema do subinvestimento, principalmente em empresas com diversas opções de investimento. Este problema ocorre quando credores deixam de fornecer recursos financeiros para a execução de um projeto com valor presente líquido positivo, principalmente devido a desconfiança quanto a capacidade da empresa de reembolsar o principal e juros, ou a tomada de alguma opção errada de investimento no decorrer do tempo, comprometendo o fluxo de caixa. A emissão de dívida de curto prazo vem trazer, então, maior conforto aos credores.

Algumas abordagens são apresentadas em pesquisas científicas para o controle das opções de investimento. Scherr e Hulburt (2001) utilizaram a taxa de crescimento histórica do ativo (média geométrica da taxa de crescimento do total do ativo durante os três exercícios anteriores). Diamond e He (2014) abordaram a relação entre oportunidade de investimento e os custos com os ativos fixos.

Nesta pesquisa o fator opções de investimento foi controlado pelo indicador *Market-to-Book* (MtB). Este indicador é a razão entre o valor de mercado da companhia (produto do número de ações e da cotação de fechamento da ação) e o valor contábil, sendo um dos mais empregados para esta finalidade nas pesquisas em finanças, utilizado por Stohs e Mauer (1996), Guedes e Opler (1996), Harford, Li e Zhao (2008), Fan, Titman e Twite (2012), Senbet e Tosun (2014), entre outros. Essa variável foi coletada diretamente da base Bloomberg® que a define como medida do valor relativo de uma empresa em relação ao seu valor de mercado.

$$\text{Market-to-Book} = \frac{\text{Nº de ações ON} * \text{cotação} + \text{N de ações PN} * \text{cotação}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Tendo em vista o exposto, espera-se uma relação negativa entre opções de investimento e maturidade da dívida.



### 3.2.3.2 Endividamento (ENDIV)

Conforme Morris (1992), empresas com endividamento elevado tendem a emitir mais dívidas de longo prazo como forma de reduzir sua exposição ao risco de liquidez. Este entendimento é corroborado por Stohs e Mauer (1996), Scherr e Hulburt (2001), Antoniou, Guney e Paudyal (2006), García-Teruel e Martínez-Solano (2010) e Segunda (2013) que encontraram evidências estatísticas para uma relação positiva entre endividamento e maturidade da dívida. Dennis, Nandy e Sharpe (2000), porém, apontam para uma relação inversa entre essas variáveis. Um exemplo ilustrativo da relação entre maturidade e nível de endividamento foi relatado recentemente pela revista Negócios (2015). Em reportagem da capa, a revista escreve que a CSN, Companhia Siderúrgica Nacional, possui uma dívida de 5,6 vezes o valor de sua geração de caixa – ou *Ebitda* (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização), maior do que o limite sugerido por financistas, até 3 vezes o valor do *Ebitda*. Como forma de reduzir o risco de insolvência, os executivos da empresa negociaram o alongamento da dívida de curto prazo da CSN. Com a Caixa Econômica Federal, o vencimento de R\$ 2,57 bilhões foi estendido de 2016 e 2017 para 2018 a 2022. Com o Banco do Brasil, o pagamento de R\$ 2,2 bilhões foi estendido de 2016 a 2017 para 2020 a 2022. Portanto, espera-se uma relação positiva entre nível de endividamento e maturidade da dívida. Esta variável será mensurada pela relação entre dívida total (disponível no item 3, subitem 3.8 do formulário de referência que são as com garantia real e as quirografárias) e ativo total, seguindo-se Stephan, Talavera e Tsapin (2011), Correia (2012) e Zheng et al. (2012).

### 3.2.3.4 Qualidade da empresa (QUAL)

Marchica (2001) argumenta que a literatura sobre a hipótese da sinalização não define precisamente uma proxy específica para a qualidade da empresa. Conforme o exposto Kleidon (1986), os lucros de uma empresa seguem um caminho aleatório, (por exemplo, Kleidon, 1986) de modo que um incremento no resultado de um ano em relação ao antecessor, pode ser considerado como sinal da qualidade financeira da organização.

Stohs e Mauer (1996) mensuraram a qualidade da empresa pela relação entre a variação dos resultados por ação no período  $t$  e  $t+1$  e a cotação da ação no período  $t$ . Ozkan (2000) utilizou a razão entre os resultados da empresa entre os períodos  $t$  e  $t-1$  e os resultados no período  $t$ . Antoniou, Guney e Paudyal (2006) utilizaram o índice obtido pela divisão entre

os capitais próprios e a dívida líquida. Stephan, Talavera e Tsapin (2011) mensuraram a qualidade pela divisão das vendas pelo total de ativos.

Nesta pesquisa, a qualidade financeira da empresa será controlada pela variável QUAL, seguindo Ozkan (2000), conforme abaixo:

$$QUAL = \frac{Receita\ Bruta\ de\ Vendas_t - Receita\ Bruta\ de\ Vendas_{t-1}}{Receita\ Bruta\ de\ Vendas_t}$$

De acordo com a literatura sobre sinalização, espera-se relação negativa entre maturidade da dívida e qualidade financeira.

### 3.2.3.5 Maturidade dos Ativos (MAT<sub>at</sub>)

Alcock, Finn e Tan (2012) expõem que empresas almejam equivalência entre vencimento das dívidas e maturidade dos ativos, de modo que gestores não deixem de investir em um novo projeto de investimento com valor presente líquido positivo por terem que saudar dívida de ativos, mesmo após o término da geração de recursos por parte destes.

Têm-se utilizado basicamente dois modos de cálculo para maturidade dos ativos. Antoniou, Guney e Paudyal (2006), por exemplo, utilizaram a razão entre ativos fixos e despesas de depreciação. Harford, Li e Zhao (2008) e López-Gracia e Mestre-Barberá (2011)<sup>9</sup> calcularam esta variável por meio da média ponderada da maturidade de vários grupos de ativos. Nesta pesquisa, o procedimento para o cálculo da maturidade dos ativos será semelhante ao empregado por Harford, Li e Zhao (2008) e Nakamura, Jucá e Bastos (2011), segundo o qual, a maturidade dos ativos é medida por meio da média ponderada das maturidades dos ativos circulantes e dos ativos imobilizados líquidos de depreciação. A maturidade dos ativos circulantes é calculada pela razão entre o ativo circulante e o custo dos produtos vendidos. A maturidade dos ativos imobilizados líquidos de depreciação é obtida pela divisão dos ativos imobilizados líquidos da depreciação e a despesa anual de depreciação.

---

<sup>9</sup> Maturidade dos ativos =  $\frac{Ativos\ fixos}{Total\ de\ ativos} * \frac{Ativos\ fixos}{Depreciação} + \frac{Recebíveis}{Total\ de\ ativos} * \frac{Recebíveis}{Receita\ total} + \frac{Estoques}{Total\ de\ ativos} * \frac{Estoques}{Vendas} + \frac{Outros\ ativos}{Total\ de\ ativos}$

$$MAT_{at} = \left( \frac{AC}{CPV} * \frac{AC}{AC + IMliqD} \right) + \left( \frac{IMliqD}{DD} * \frac{IMliqD}{AC + IMliqD} \right)$$

Em que:

Mat<sub>at</sub> = Maturidade dos ativos

AC = Ativo Circulante

CPV = Custo dos Produtos Vendidos

IMliqD = Imobilizado Líquido de Depreciação

DD = Despesa de Depreciação

Conforme exposto na literatura anteriormente referenciada, espera-se relação positiva entre maturidades da dívida e do ativo.

### 3.2.3.6 Volatilidade do valor da empresa (VOL)

Riscos (e custos) de falência também estão associados a empresas que apresentam elevada volatilidade em seus ativos, o que faz com que utilizem da dívida de curto prazo como um dos mecanismos para redução destes custos (KANE; MARCUS; MCDONALD, 1985). Credores assumem a alta volatilidade como reflexo da percepção do mercado quanto à real situação da empresa, e acabam considerando o risco na composição da taxa de juros dos empréstimos, principalmente os de longo prazo. Assim, é esperado que empresas com alta volatilidade apresentem menor maturidade para suas dívidas.

A volatilidade fornecida pela Bloomberg é uma medida do risco das movimentações do preço de um ativo, calculada com base no desvio padrão das alterações logarítmicas do preço das ações, tomados os 360 dias anteriores à data base, que nesta pesquisa são 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2012, 31/12/2013 e 31/12/2014.

### 3.2.3.7 Tangibilidade (TG)

Valle (2007) escreve que tangibilidade é a relação dos ativos que podem ser dados em garantia nos contratos de empréstimos. Pode-se depreender que, empresas com alta tangibilidade terão, em virtude disto, maior facilidade ao crédito, que pode ser de curto ou longo prazo, dependendo ainda de outros fatores. Neste sentido, Nardi (2008) argumenta que dívidas

feitas com ativos dados em garantia ou *posting colateral*, reduzem a possibilidade dos tomadores de crédito utilizar estes mesmos ativos em outros contratos de dívidas, o que aumenta a segurança do credor quanto ao recebimento do valor emprestado.

O cálculo da tangibilidade das empresas será efetuado pela divisão dos ativos não circulantes pelo total de ativos da empresa.

$$TG = \frac{\text{Ativo Não-Circulante}}{\text{Ativo Total}}$$

Espera-se relação positiva entre o grau de tangibilidade de uma empresa e sua maturidade da dívida.

### 3.2.3.9 Taxa de juros da economia (SE)

Para Fan, Titman e Twite (2012), altas taxas de inflação refletem a incerteza econômica de determinado país, onde empresas e instituições financeiras ali instaladas evitarão dívidas de longo prazo como forma de reduzir o risco financeiro e custos da transação. No Brasil, a elevação da taxa Selic vem sendo utilizada como mecanismo de combate à inflação, sendo superior a 10% na maior parte do tempo da série histórica de medição. Martins e Terra (2015) indicam que o aumento da taxa de juros da economia acaba elevando o custo de captação de empréstimos e financiamentos, sendo esperada relação negativa entre taxa de juros da economia e maturidade da dívida das empresas.

### 3.2.3.10 Segmentos de Listagem da Companhia (NM)

Além da independência do conselho de administração, outros fatores relativos à governança corporativa precisam ser controlados para se identificar a relação existente entre grau de independência do conselho de administração e maturidade da dívida das empresas. Os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias, assegurar direitos e garantias aos acionistas. À medida que se melhora a qualidade da informação

divulgada para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o risco é reduzido.

A fim de se controlar este importante aspecto, será utilizada uma variável *dummy* que assumirá o valor de 1 (um), caso a companhia possua suas ações listadas no Novo Mercado (NM), e 0 (zero) caso contrário. Justifica-se o controle apenas deste segmento pelo fato das empresas na amostra analisada não constarem nos demais segmentos, o que causou singularidade na matriz de dados.

### 3.3 MODELAGEM

Com o objetivo de responder à questão de pesquisa, foi efetuada regressão destas variáveis com análise de dados em painel, juntamente com variáveis de controle que podem influenciar a relação. De acordo com Gujarati (2006, p. 513), “nos dados em painel, a mesma unidade de corte transversal (uma família, uma empresa, um estado) é acompanhada ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal.” Esse autor comenta ainda que ao combinar séries temporais, onde observa-se os valores de uma ou mais variáveis ao longo do tempo, com dados de corte transversal, no qual coletam-se dados relativos a uma ou mais variáveis para várias unidades ou entidades amostrais no mesmo período, a análise com dados em painel apresenta dados mais informativos, menos colinearidade entre as variáveis e mais graus de liberdade.

Um dos cuidados tomados nesta pesquisa foi a verificação da ocorrência de endogeneidade entre decisões de endividamento e opções de maturidade da dívida. Discussões prévias na literatura, conforme trabalhos de Barclay, Marx e Smith (2001), Johnson (2003), Datta, Iskandar-Datta e Raman (2005), informam que estas decisões são tomadas simultaneamente nas empresas. De acordo com Gujarati (2006, p.604), se não houver o problema de endogeneidade, os estimadores de MQO são consistentes e eficientes, caso contrário os estimadores não são sequer consistentes. O problema ocorre porque alguns dos regressores são endógenos e, portanto, tendem a estar correlacionados com o termo de erro. Na relação estudada nesta pesquisa, o fenômeno pode ocorrer entre as variáveis ditas endógenas, Endividamento (Endiv) e Maturidade da dívida Global Ponderada (MGP). Sendo este o caso, o problema de simultaneidade existe e será preciso encontrar alternativas aos MQO. Para verificar tal situação, Gujarati (2006) indica o uso do teste de especificação de Hausman:

**Não há simultaneidade:** a correlação entre o erro da primeira regressão e os valores estimados da variável Endividamento é estatisticamente igual a zero.

**Há simultaneidade:** a correlação entre o erro da primeira regressão e os valores estimados da variável Endividamento não é estatisticamente igual a zero.

Bhagat e Black (2000) expõem que o método de regressão em dois estágios pode prever a ação de vieses entre variáveis independente e dependente, fato não observado quando do emprego do método dos mínimos quadrados (MQO).

Wooldrige (2013) afirma que o estimador de equações de dois estágios (MQ2E) é menos eficiente que o MQO, portanto, é útil fazer um teste de endogeneidade de uma variável explicativa que mostre se o MQ2E é necessário. Há ainda o problema na estimação de variáveis instrumentais, onde muitas vezes a hipótese nula de consistência no mesmo parâmetro populacional não pode ser rejeitada, mesmo que se pareçam diferentes. Neste caso, Wooldrige (2013) escreve que o procedimento para se comparar diferentes estimativas de variáveis instrumentais do mesmo parâmetro é um exemplo para testar as restrições sobre-identificadoras.

Conforme tratado por Harford, Li e Zhao (2008), o endividamento será analisado como variável dependente na primeira etapa, para em seguida, se estudar a relação com a maturidade da dívida. O modelo de regressão de primeiro estágio está descrito a seguir com a inclusão de *dummies* temporais para o período analisado:

$$\begin{aligned} \text{ENDIV}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{IC}_{it} + \beta_2 \text{DCEO}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} + \beta_4 \text{D2010}_{it} + \beta_5 \text{D2011}_{it} + \beta_6 \text{D2012}_{it} \\ & + \beta_7 \text{D2013}_{it} + \beta_9 \text{MAT}_{atit} + \beta_{10} \text{VOL}_{it} + \beta_{11} \text{TG}_{it} + \beta_{12} \text{SE}_{it} + \beta_{13} \text{NM}_{it} \\ & + \beta_{14} \text{QUAL}_{it} + \beta_{15} \text{MtB}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Os dados analisados em painel foram processados com auxílio do software *Gretl*<sup>®</sup> realizando-se testes de eficiência dos diversos métodos (*Pooled*, Efeitos fixos e Efeitos Aleatórios) por meio da ferramenta Diagnóstico de Painel. A regressão principal desta pesquisa encontra-se discriminada logo adiante com o emprego dos valores observados para a variável Endividamento, pois os testes não indicaram a ocorrência de endogeneidade.

$$\begin{aligned} \text{MGP}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{IC}_{it} + \beta_2 \text{DCEO}_{it} + \beta_3 \text{TC}_{it} + \beta_4 \text{D2010}_{it} + \beta_5 \text{D2011}_{it} + \beta_6 \text{D2012}_{it} \\ & + \beta_7 \text{D2013}_{it} + \beta_9 \text{MAT}_{atit} + \beta_{10} \text{VOL}_{it} + \beta_{11} \text{TG}_{it} + \beta_{12} \text{SE}_{it} + \beta_{13} \text{NM}_{it} \\ & + \beta_{14} \text{QUAL}_{it} + \beta_{15} \text{MtB}_{it} + \beta_{16} \text{ENDIV}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção destina-se à apresentação e discussão dos dados obtidos nos testes realizados nesta pesquisa. Primeiramente expõe-se a estatística descritiva seguida pela correlação bivariada das variáveis. Posteriormente serão expostos os resultados dos testes de simultaneidade e das regressões com dados em painel.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Apresenta-se inicialmente na tabela 1 o resumo da estatística descritiva das variáveis da pesquisa. Observa-se que a variável IC apresentou média de 26%, ou seja, em média os conselhos de administração das empresas da amostra apresentam baixo grau de independência; número próximo ao obtido na pesquisa de Moreira et al. (2014), com 38% para uma amostra de 81 empresas brasileiras com ações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2007 a 2011. Esse valor é baixo quando comparado com o encontrado por Harford, Li e Zhao (2008), que elaboraram um índice amplo e obtiveram 52,44% de independência do conselho para 1500 empresas do índice norte-americano S&P, considerando o período de 1997 a 2004. Senbet e Tosun (2014) encontraram, em média, 65,5% de independência do conselho para 1300 empresas da base *Compustat*, essencialmente canadenses e norte-americanas, no período de 1996 a 2009. Zou, Adams e Xiao (2012) encontraram 5,6% de independência do conselho para uma amostra de 753 empresas chinesas no período de 1997 a 2001. Cunha e Martins (2007) encontraram, em média, 10% para uma amostra de 65 empresas portuguesas com ações listadas na *Euronext Lisbon* no período 2001 a 2003. O resumo comparativo pode ser visualizado no quadro 4.

QUADRO 4 - RESUMO COMPARATIVO

Pesquisas	IC (média)	Campo de coleta da amostra
Esta dissertação	26%	BM&FBOVESPA (2010 – 2014)
Moreira et al. (2014)	38%	BM&FBOVESPA (2007 – 2011)
Harford, Li e Zhao (2008)	52,44%	S&P (1997 – 2004)
Senbet e Tosun (2014)	65,5%	Compustat (1996 – 2009)
Zou, Adams e Xiao (2012)	5,6%	China (1997 – 2001)
Cunha e Martins (2007)	10%	Euronext Lisbon (2001 – 2003)

TABELA 1 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
IC	416	0,00	1,00	0,26	0,23	0,22	0,84
MGP	416	16,85	29,17	23,24	23,04	1,96	0,08
MtB	416	-8,23	21,40	2,20	1,46	2,61	1,19
ENDIV	416	0,00	2,20	0,46	0,46	0,29	0,63
TG	416	1,30	95,83	59,63	63,93	19,96	0,33
SE	416	8,32	11,76	9,87	9,91	1,38	0,14
QUAL	416	-0,68	7,28	0,17	0,11	0,52	3,14
VOL	416	23,08	195,25	51,09	44,05	25,47	0,50
MAT	416	0,1	80,3	5,605	3,25	7,51	1,34

LEGENDA: **IC** – Grau de Independência do Conselho de Administração. **MGP** – Maturidade Global Ponderada da dívida. **MtB** – *Market – to – Book*. **ENDIV** – Endividamento. **TG** – Grau de Tangibilidade dos ativos. **SE** – Taxa Selic. **QUAL** – Indicador de qualidade da empresa. **VOL** – Volatilidade: Medida do risco das movimentações do preço de um ativo. **MAT** – Maturidade dos Ativos.

Analisando a variável DCEO, *dummy* para a análise *CEO X COB*<sup>10</sup>, verificou-se que em 75% das ocorrências as empresas apresentaram pessoas distintas ocupando os cargos de CEO e presidente do conselho de administração. Ressalta-se que na pesquisa de Harford, Li e Zhao (2008), já mencionada anteriormente, os autores encontraram essa situação em apenas 27,7% das empresas. Tal dado levantado para a amostra desta pesquisa demonstra um alinhamento com a recomendação do IBGC para esse importante aspecto de Governança Corporativa.

A adequação do tamanho do conselho de administração (TC) às recomendações do IBGC, mínimo de 5 (cinco) e máximo de 11 (onze) membros, também foi constatada em 74% das observações empresa/ano.

A variável MtB apresentou média 2,2, ou seja, o valor de mercado das companhias estudadas estava majorado 2,2 vezes o respectivo valor contábil. Este número é muito próximo aos 2,12 obtido por Knyazeva, Knyazeva, & Masulis (2013) em uma amostra de empresas majoritariamente norte-americanas obtida da base Compustat considerando o período de 1996 a 2006, e abaixo de 3,71 obtido na pesquisa de Matolcsy, Tyler e Wells (2012) para uma amostra de 450 empresas listadas na bolsa de valores da Austrália no período de 2006 a 2007. Considerando ainda o desvio-padrão de 2,61 e o coeficiente de variação de 1,19 pode-se inferir

<sup>10</sup> **CEO** - *Chief Executive Officer* – descreve a posição ou cargo do principal executivo ou administrador de uma empresa. **COB** – *Chair Of the Board* – é o membro mais poderoso do conselho de administração, presidente, proporciona liderança para diretores e executivos da empresa e zela pelos direitos dos acionistas na empresa.



que o mercado teve expectativa quase que homogênea para as empresas da amostra desta pesquisa.

Verifica-se pelos resultados que as empresas analisadas nesta pesquisa utilizam em média 46% de recursos oriundos de terceiros para a obtenção de seus ativos. Número abaixo de 62,5% obtido na pesquisa de Barros, Silva, e Voese (2015) para uma amostra de 83 empresas com ações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2010. Tal fato pode sugerir diminuição na média do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto.

Constata-se também pelos resultados obtidos na presente pesquisa que as variáveis com maiores desvios-padrão foram Tangibilidade (19,96) e Volatilidade (25,47). A variável QUAL (Qualidade) apresentou maior coeficiente de variação (3,14). Evidências que demonstram heterogeneidade na amostra quanto às características das empresas, mesmo após a exclusão de *outliers*.

Complementando as considerações iniciais dos dados, apresenta-se no quadro 5 a análise bivariada que permite análise simultânea de duas variáveis, estabelecendo relações entre elas, ou seja, se as diferenças de duas variáveis são estatisticamente significativas, com o objetivo de pesquisar influências, causalidades ou coincidências.

QUADRO 5 - CORRELAÇÃO DE PEARSON

		Correlações																	
		D2010	D2011	D2012	D2013	DCEO	TC	IC	MGP	MtB	TEIn	ENDIV	TG	SE	NM	QUAL	VOL	MAT	SP
D2010	Coef.	1																	
	Sig.																		
D2011	Coef.	-,149**	1																
	Sig.	,002																	
D2012	Coef.	-,164**	-,243**	1															
	Sig.	,001	,000																
D2013	Coef.	-,182**	-,269**	-,297**	1														
	Sig.	,000	,000	,000															
DCEO	Coef.	-,008	,003	-,081	-,010	1,000													
	Sig.	,873	,949	,100	,836														
TC	Coef.	-,060	-,050	,017	,044	,106*	1,000												
	Sig.	,223	,305	,725	,367	,030													
IC	Coef.	-,147**	-,052	,030	,027	,018	,255**	1,000											
	Sig.	,003	,293	,541	,579	,714	,000												
MGP	Coef	0,071	0,01	-0,023	-0,023	,192**	-,159**	-,205**	1										
	Sig.	0,152	0,841	0,644	0,64	,000	,001	,000											
MtB	Coef.	-,081	-,035	,138**	,040	-,028	,082	,047	-,059	1									
	Sig.	,101	,472	,005	,412	,563	,093	,338	,231										
TEIn	Coef.	,063	-,001	-,025	-,025	,154**	-,169**	-,223**	,959**	-,041	1								
	Sig.	,202	,978	,612	,608	,002	,001	,000	,000	,405									
ENDIV	Coef.	-,041	,000	,019	,046	-,045	,044	,033	-,013	,016	-,041	1							
	Sig.	,402	,998	,702	,353	,363	,373	,504	,799	,742	,401								
TG	Coef	,136**	-,009	-,044	-,068	,071	-,077	-,199**	,463**	-,191**	,349**	,011	1						
	Sig.	,005	,857	,370	,165	,151	,116	,000	,000	,000	,000	,818							
SE	Coef.	,012	,648**	-,467**	-,643**	0,067	-0,047	-0,023	0,022	-,120*	0,024	-0,042	0,055	1					
	Sig.	,813	,000	,000	,000	,173	,340	,645	,662	,015	,624	,395	,262						
NM	Coef.	,039	,024	,110*	-,039	-,041	,060	-,016	-,141**	,080	-,156**	-,134**	-,136**	-,047	1				
	Sig.	,428	,631	,025	,427	,402	,221	,743	,004	,101	,001	,006	,005	,335					
QUAL	Coef.	,041	,119*	-0,038	-0,053	0,008	-0,076	-0,095	-0,058	0,028	-0,087	-0,032	0,004	0,088	,210**	1			
	Sig.	,405	,015	,443	,278	,876	,121	,054	,243	,566	,075	,516	,928	,073	,000				
VOL	Coef	-,026	,032	-,020	,011	-,028	,061	-,026	-,188**	-,232**	-,206**	,395**	,082	,018	,051	-,061	1		
	Sig.	,591	,516	,688	,829	,566	,211	,602	,000	,000	,000	,000	,093	,716	,296	,211			
MAT	Coef	,061	,015	,089	-,059	-,011	,024	-,107*	,137**	-,164**	,102*	,097*	,334**	-,023	-,053	-,033	,154**	1	
	Sig.	,212	,758	,071	,228	,830	,619	,030	,005	,001	,038	,048	,000	,645	,277	,497	,002		
SP	Coef.	,228**	,070	-,080	-,081	,089	-,357**	-,213**	,408**	-,147**	,392**	-,032	,379**	,089	-,078	-,043	-,099*	,058	1
	Sig.	,000	,153	,104	,097	,069	,000	,000	,000	,003	,000	,513	,000	,071	,112	,379	,043	,234	

\*\* . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

\* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Analisando os resultados da correlação bivariada, verifica-se que a variável MGP (Maturidade Global Ponderada) apresentou correlação positiva e significativa, com 1% de significância, com a variável DCEO (*dummy* – CEO X COB), sugerindo maior maturidade global da dívida à medida que se tem os cargos de CEO e COB ocupados por pessoas distintas. Este aspecto de governança corporativa quando cumprido pode auxiliar o esforço da gestão no sentido de transmitir segurança ao mercado, para que este forneça mais recursos financeiros e de longo prazo à empresa.

Quando se compara a variável MGP com as variáveis TC (Tamanho do Conselho) e IC (Independência do Conselho), constata-se correlação significativa (1% de significância) e

negativa, apontando para a relação de complementariedade entre maturidade da dívida e independência do conselho, segundo visão de Harford, Li e Zhao (2008), qual seja, um conselho de administração independente faz uso de estrutura de dívida restritiva (curta maturidade) com o objetivo de diminuir os fluxos livres de caixa, disciplinando a ação dos gestores.

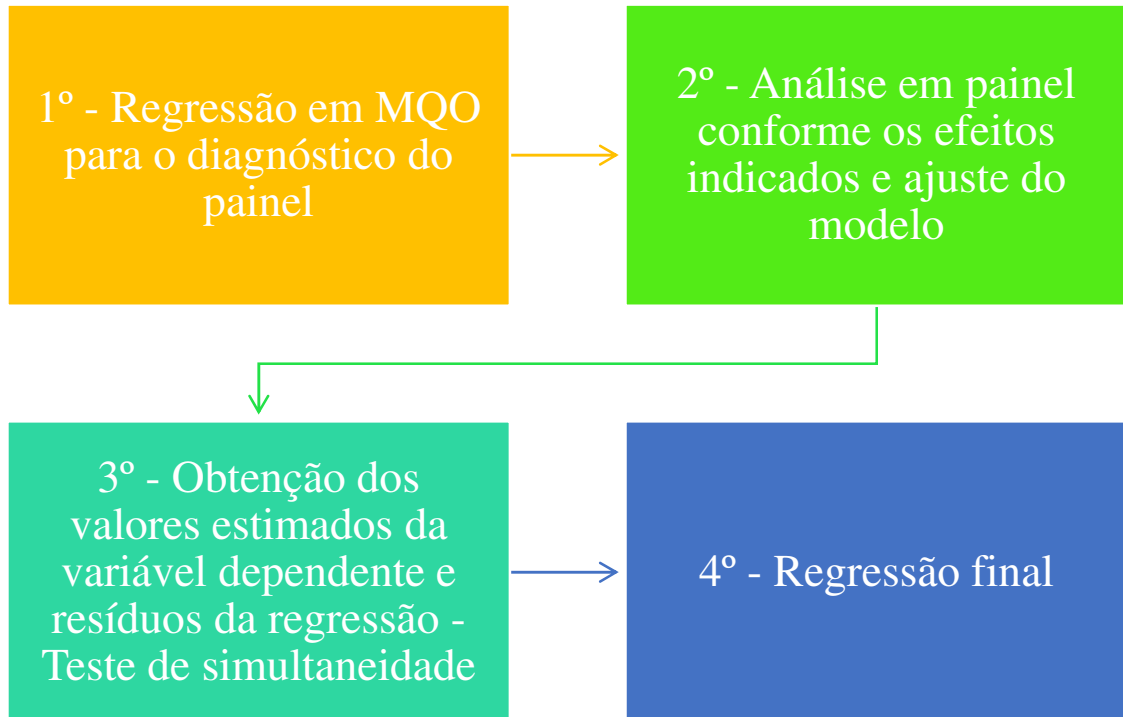
Observando a correlação bivariada entre a variável MGP e MtB (*Market – to – Book*) constatou-se o mesmo sinal indicado pela literatura, a exemplo de Myers (1977) e Guedes e Opler (1996), porém sem significância estatística na relação. A variável ENDIV (Endividamento) correlacionada com MGP apresentou sinal contrário ao indicado na literatura, como também sem significância estatística.

Destaca-se a correlação MGP e TG (Tangibilidade) apresentou o sinal indicado pela literatura com 1% de significância estatística, corroborando os argumentos de Ozkan (2000). As variáveis VOL (Volatilidade) e MAT (Maturidade dos Ativos) quando correlacionadas bivariadamente com MGP também apresentaram o mesmo sinal proposto pela literatura com 1% de significância estatística, indo ao encontro do proposto por Kane (1985) e Stohs e Mauer (1996).

#### 4.1.1 Análise de Dados em Painel

A fim de se responder a questão central desta pesquisa, qual seja, identificar uma possível relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida da empresa, foi empregado análise de dados em painel com embasamento já exposto em seções anteriores deste trabalho. O fluxograma ilustrativo desta etapa está representado na figura 3:

FIGURA 3 - FLUXO DO PROCESSO



FONTE: O autor (2016)

Primeiramente foi efetuada a regressão em MQO para o diagnóstico do painel que indicou efeitos fixos. O resultado desta regressão está exposto na quadro 5 abaixo:

QUADRO 6 – MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS

1º Modelo: Mínimos Quadrados Ordinários - MQO					
Variáveis	Coefficiente	Razão t	P-valor	Sinal Esperado	Sinal Obtido
Constante	0,096	0,538	0,59		
DCEO	-0,035	-0,544	0,586	(+/-)	-
TC	0,028	0,391	0,6963	(+/-)	+
IC	0,062	0,657	0,511	(+/-)	+
D2010	0,001	0,027	0,978		
D2011	0,008	0,214	0,8303		
D2012	0,028	0,921	0,3577		
D2013	0,031	1,428	0,1541		
MtB	0,013	1,716	0,0869*	-	+
TEln	0,009	0,667	0,5052	+	+
TG	-0,00087	-0,725	0,469	+	-
NM	-0,288	-4,505	8,74e-06***	+	-
QUAL	0,02618	1,071	0,2847	-	+
VOL	0,005	3,984	8,05e-05***	-	+
MAT	0,0021	0,803	0,4225	+	+
SP	0,037	0,631	0,5287		

\*\*\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; Variável dependente: ENDIV;  
Erros padrão robustos (HAC)

FONTE: Dados da pesquisa

LEGENDA: **DCEO** – Variável *dummy* para o controle dos cargos de CEO X COB. **TC** – Tamanho do Conselho. **IC** – Independência do Conselho. **D2010, D2011, D2012, D2013** – *Dummies* Temporais. **MtB** – *Market – to – Book*. **TEln** – Tamanho da Empresa em logaritmo natural. **TG** – Tangibilidade dos ativos. **NM** – Ações listadas no Novo Mercado da

BM&FBOVESPA. **QUAL** – Qualidade da empresa. **VOL** – Volatilidade dos papéis da empresa. **MAT** – Maturidade dos Ativos. **SP** – Empresas prestadoras de serviço de utilidade pública.

Posteriormente foram analisados os dados em painel para efeitos fixos e ajustado o modelo estatístico. As variáveis explicativas do modelo ajustado estão expostas na tabela 2:

TABELA 2 – RESULTADOS PARA ANÁLISE EM PAINEL 1º MODELO

Painel - Efeitos Fixos					
Variáveis	Coeficiente	Razão t	P-valor	Sinal Esperado	Sinal Obtido
Constante	0,6517	5,495	8,68e-08***		
DCEO	-0,067	-1,229	0,2199	(+/-)	+
IC	0,055	0,6323	0,5277	(+/-)	+
D2012	0,0465	1,969	0,0499**		
D2013	0,0353	1,953	0,0518*		
MtB	-0,0141	-0,6271	0,5311	-	-
TG	-0,0011	-0,983	0,3264	+	-
NM	-0,0546	-1,476	0,1410	+	-
VOL	-0,0016	-3,971	9,06e-05***	-	-
MAT	0,002	1,074	0,2838	+	+
QUAL	0,0085	0,5085	0,6115	-	+

\*\*\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; Variável dependente: ENDIV;  
Erros padrão robustos (HAC)

Fonte: Dados da pesquisa

LEGENDA: **DCEO** – Variável *dummy* para o controle dos cargos de CEO X COB. **IC** – Independência do Conselho. **D2012, D2013** – *Dummies* Temporais. **MtB** – *Market – to – Book*. **TG** – Tangibilidade dos ativos. **NM** – Ações listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. **QUAL** – Qualidade da empresa. **VOL** – Volatilidade dos papéis da empresa. **MAT** – Maturidade dos Ativos.

Com o modelo ajustado foram obtidos os resíduos da regressão e os valores estimados do endividamento para o teste de simultaneidade. Os resultados indicados na tabela 3 não acusaram a ocorrência de endogeneidade.

TABELA 3 – TESTES DE ESPECIFICAÇÃO DE HAUSMAN

Painel - Efeitos Fixos					
Variáveis	Coefficiente	Razão t	P-valor	Sinal Esperado	Sinal Obtido
Constante	23,51	59,54	1,24e-160***		
DCEO	0,0875	0,69	0,4907	(+/-)	+
IC	0,0931	0,28	0,7797	(+/-)	+
TC	-0,2913	-1,174	0,2413		
D2012	-0,1293	-2,431	0,0157**		
D2013	0,00189	0,0513	0,9592		
MtB	-0,0011	-0,0393	0,9686	-	-
TG	0,0047	1,017	0,3102	+	+
VOL	-0,0075	-4,651	5,10e-06***	-	-
MAT	0,0158	2,966	0,0033***	+	+
QUAL	0,0551	0,7867	0,4321	-	+
D2010	-0,408	-3,381	0,0008***		
D2011	-0,179	-2,493	0,0132**		
Resíduos	-0,1237	-0,7013	0,4837		

\*\*\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; Variável dependente: MGP;

Erros padrão robustos (HAC) - Fonte: Dados da pesquisa

LEGENDA: **DCEO** – Variável *dummy* para o controle dos cargos de CEO X COB. **IC** – Independência do Conselho. **TC** – Tamanho do Conselho. **D2010, D2011, D2012, D2013** – *Dummies* Temporais. **MtB** – *Market – to – Book*. **TG** – Tangibilidade dos ativos. **NM** – Ações listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. **QUAL** – Qualidade da empresa. **VOL** – Volatilidade dos papéis da empresa. **MAT** – Maturidade dos Ativos.

Deste modo foram empregados no segundo modelo os valores observados da variável ENDIV. O diagnóstico do modelo apontou a existência de efeitos fixos. Os resultados da principal regressão desta pesquisa encontram-se indicados na tabela 4:

TABELA 4 – ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL 2º MODELO

Painel - Efeitos Fixos					
Variáveis	Coeficiente	Razão t	P-valor	Sinal Esperado	Sinal Obtido
Constante	23,59	59,34	6,84e-160***		
DCEO	0,08	0,6489	0,517	(+/-)	+
IC	0,0996	0,2986	0,7655	(+/-)	+
TC	-0,2912	-1,174	0,2412	(+/-)	-
D2010	-0,4091	-3,314	0,0010***		
D2011	-0,1796	-2,475	0,0139**		
D2012	-0,1244	-2,351	0,0194**		
D2013	0,0061	0,1726	0,8631		
MtB	-0,0029	-0,106	0,9156	-	-
TG	0,0046	0,9852	0,3254	+	+
VOL	-0,0077	-4,569	7,39e-06***	-	-
MAT	0,016	2,961	0,0033***	+	+
ENDIV	-0,1239	-0,7017	0,4835	+	-
NM	0,0096	0,0575	0,9541		
QUAL	0,0554	0,7909	0,4296	-	+

\*\*\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; Variável dependente: MGP;

Erros padrão robustos (HAC) - Fonte: Dados da pesquisa

LEGENDA: **DCEO** – Variável *dummy* para o controle dos cargos de CEO X COB. **IC** – Independência do Conselho. **TC** – Tamanho do Conselho. **D2010, D2011, D2012, D2013** – *Dummies* Temporais. **MtB** – *Market – to – Book*. **TG** – Tangibilidade dos ativos. **NM** – Ações listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. **QUAL** – Qualidade da empresa. **VOL** – Volatilidade dos papéis da empresa. **MAT** – Maturidade dos Ativos.

Considerando os resultados expostos, verifica-se que a variável MAT apresentou relação positiva e significativa com a variável MGP, corroborando o entendimento de Alcock, Finn e Tan (2012) de que as empresas buscam equiparar a maturidade dos ativos e das dívidas. Este resultado vai ao encontro do achado por Harford, Li e Zhao (2008) onde concluíram que empresas com menor maturidade dos ativos são mais propensas a usar dívidas de curto prazo. Senbet e Tosun (2014) encontraram relação significativa e positiva entre dívida de longo prazo e maturidade dos ativos. Pelo que demonstram estes resultados, pode-se inferir que a relação entre MAT e MGP (Maturidade Global Ponderada) é imune as características de mercados ou países.

A variável VOL (Volatilidade) apresentou relação negativa e significativa com a variável MGP, de acordo com o sentido proposto na literatura a exemplo de Barclay e Smith (1995), o que contribui para o entendimento segundo o qual alta volatilidade pode ocasionar insegurança dos credores quanto ao fornecimento de crédito de longo prazo. O resultado da análise em painel da relação entre VOL e MGP seguiu o apresentado na correlação bivariada exposta anteriormente.

Na avaliação com dados em painel, as variáveis DCEO e TC relacionadas com MGP seguiram o mesmo sentido indicado na correlação de Pearson, porém sem significância estatística. O coeficiente da variável IC aparece com sinal oposto ao da correlação bivariada (IC X MGP). Estas variáveis que são nesta pesquisa abordadas como aspecto indicadores de independência do conselho de administração não mantiveram a significância estatística da correlação de Person.

As *dummies* temporais apresentaram significância estatística para os anos de 2010, 2011 e 2012, não mantendo esta relação em 2013 e 2014. As variáveis TG, QUAL, NM, MtB e ENDIV não tiveram relação significativa com MGP.



## 5 CONCLUSÃO

Com o objetivo de identificar a relação entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida nas empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA, foi realizada revisão da literatura pertinente, identificando os principais trabalhos que abordaram o tema em outros mercados, as características próprias da relação e variáveis passíveis de influência.

Antes de qualquer inferência, faz-se necessário considerações básicas sobre o ambiente econômico e empresarial brasileiro. Considerando os últimos 100 anos, constata-se que o Brasil vem enfrentando problemas estruturais que inibem o desenvolvimento humano, social e econômico, prejudicando a atratividade do capital internacional e a competitividade das empresas genuinamente nacionais, salvo poucos e breves períodos de prosperidade. Pode-se citar como exemplos de fatores adversos, elevadas taxas de inflação, desvalorização cambial, instabilidade política e econômica, corrupção e, por conseguinte, baixos investimentos em educação, saúde e infraestrutura.

O reflexo destes aspectos no mercado de capitais, bem como nas características das corporações brasileiras, é a baixa, e justificada, procura dos pequenos investidores por investimentos em ações, além de restrições ao crédito impostas tanto pelo governo federal quando age por meio do banco central no controle inflacionário, como dos credores com receio de não obter os rendimentos e muitas vezes a própria restituição do capital disponibilizado. Consequentemente se tem no Brasil baixa dispersão acionária com predominância dos interesses do acionista controlador, bancos como principais fornecedores de recursos financeiros, empresas com elevado endividamento no curto prazo, encarecimento do crédito e elevados custos de produção.

Não foi constatada pelos resultados desta pesquisa a ocorrência de endogeneidade entre endividamento e maturidade da dívida das empresas, ou seja, as evidências estatísticas mostraram não haver simultaneidade entre decisões de endividamento e maturidade da dívida. Deste modo, também não foi necessário o emprego de regressões em dois estágios, sendo utilizados os valores observados (reais) do endividamento na regressão principal deste trabalho.

As variáveis DCEO (Dualidade CEO X COB) e TC (Tamanho do Conselho) apresentaram conformidade com o recomendado pelas boas práticas de Governança Corporativa. Em 75% das ocorrências foi constatada a ocupação das funções de CEO e COB por pessoas distintas, em 74% das ocorrências verificou-se a adequação do tamanho do conselho – mínimo de cinco e máximo de onze membros. A variável IC (independência do

conselho) indicou que, em média, o conselho de administração das empresas integrantes da amostra apresenta baixo grau de independência. Estas variáveis não mostraram significância estatística com a variável MGP (Maturidade Global Ponderada da dívida). Este aspecto pode ser indicativo de que os conselheiros das empresas da amostra, salvo exceções, não pautam em suas reuniões especificamente o tema maturidade da dívida, orientando para outros aspectos empresariais, possivelmente crescimento, rentabilidade, entre outros.

Os dados obtidos para VOL (Volatilidade) e MAT (Maturidade dos Ativos) indicaram forte relação com MGP, inclusive mantendo o mesmo sentido (sinal) exposto na literatura investigada.

Sugere-se prosseguir o estudo da relação principal abordada neste trabalho utilizando amostras de empresas asiáticas e europeias com o intuito de se confirmar ou refutar a relação existente entre independência do conselho de administração e maturidade da dívida das empresas.

## REFERÊNCIAS

- ACEVEDO, C. R.; NOHARA, J. J. Metodologia no curso de administração: guia completo de conteúdo e forma. **São Paulo: Atlas**, 2004.
- ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, Information Costs, and Economic Organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALCOCK, Jamie; FINN, Frank; TAN, Kelvin Jui Keng. The determinants of debt maturity in Australian firms. **Accounting & Finance**, v. 52, n. 2, p. 313-341, 2012.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. Atlas, 2004.
- ANDRADE, Lélis Pedro de. **GOVERNANÇA CORPORATIVA: ESTRUTURA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E SUA RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E COM O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**. 2008. 111 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2008.
- ANDRADE, Lélis Pedro de et al. GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, p.4-31, ago. 2009.
- ANTONIOU, Antonios; GUNEY, Yilmaz; PAUDYAL, Krishna. The determinants of debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 161-194, 2006.
- ARMSTRONG, Christopher S. et al. Corporate Governance, Incentives, and Tax Avoidance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 60, n. 1, p. 1-17, 2015.
- ARSLAN, Özgür; KARAN, Mehmet Baha. Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: a panel study of an emerging market. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 4, p. 312-324, 2006.
- BARCLAY, Michael J.; MARX, Leslie M.; SMITH, Clifford W. The joint determination of leverage and maturity. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 2, p. 149-167, 2001.
- BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. The maturity structure of corporate debt. **the Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. Economia das organizações: entendendo a relação entre as organizações e a análise econômica. In: CLEGG, S. R.; HANDY, C.; NORD, W. R. (org.). **Handbook de estudos organizacionais: ação e análise organizacionais**, v. 3. São Paulo: Atlas, 2004.

BENMELECH, Efraim. Managerial entrenchment and debt maturity: Theory and evidence. **Harvard University and The National Bureau of Economic Research**, Working Paper, 2006.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. The Modern Corporation and Private Property. **McMillan, New York**, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer**, p. 921-963, 1999.

\_\_\_\_\_. Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Social Science Research Network Electronic Library**, Working Paper, February, 2000.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson de; GORGA, Érica. A Governança Corporativa Das Empresas Brasileiras Com Controle Privado Nacional. **Revista Brasileira de Finanças**, n. 08-014, p. 09-19, 2009.

BLAIR, Margaret M. (Ed.). **Wealth Creation and Wealth Sharing: A Colloquium on Corporate Governance and Investments in Human Capital**. Brookings Institution Press, 1996.

BOOTH, Laurence et al. Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BRICK, Ivan E.; CHIDAMBARAN, N. K. Board meetings, committee structure, and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 4, p. 533-553, 2010.

BRICK, Ivan E.; RAVID, S. Abraham. On the relevance of debt maturity structure. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 5, p. 1423-1437, 1985.

BYRID, J. W.; HICKMAN, Kent A. Do Outside Directors Monitor Managers? **Journal of Financial Economics**, v. 32, p. 195-221, 1992.

CLARKE, Thomas; CLEGG, Stewart. **Changing paradigms: The transformation of management knowledge for the 21st century**. London: HarperCollins Business, 2000.

CLARKE, Thomas (Ed.). Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance. Routledge, 2004.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. SPE2, p. 121-144, 2007.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. **Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: the code of best practice**. Gee, 1992.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S.. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 10. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011. 762 p.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. REMUNERAÇÃO, COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

CORREIA, Sandra Isabel dos Santos. **AS DETERMINANTES DA MATURIDADE DA DÍVIDA**. 2012. 88 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Finanças, Universidade do Porto, Porto - Portugal, 2012.

COSTA, F. M. **Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRS negociados na Bolsa de Nova Iorque**. 2005. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

CUNHA, Vera Lúcia M.; MARTINS, António. O Conselho de Administração e o Desempenho das Sociedades. **Contabilidade e Gestão**, v. 4, p. 67-92, 2007.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S.; PAMELA, S. Métodos de Pesquisa em Administração. Tradução: Iuri Duquia Abreu. Revisão técnica: Fátima Cristina Trindade Bacellar.-. 2011.

CVM – COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. **Junho**, 2002.

DAGHIE, Dragos-Mihail. Corporate Governance. **European Integration - Realities and Perspectives**, p.66-71, 2011.

DATTA, Sudip; ISKANDAR-DATTA, M. A. I.; RAMAN, Kartik. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 5, p. 2333-2350, 2005.

DAVIES, Adrian. *Corporate Governance* - Boas Práticas de Governo das Sociedades. **Monitor, Lisboa, ISBN**, p. 972-9413, 2006.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; WRUCK, Karen H. Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of LA Gear. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 1, p. 3-34, 2002.

DENNIS, Steven; NANDY, Debarshi; SHARPE, Lan G. The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 35, n. 01, p. 87-110, 2000.

DIAMOND, Douglas W. Debt maturity structure and liquidity risk. **The Quarterly Journal of Economics**, p. 709-737, 1991.

DIAMOND, Douglas W. Seniority and maturity of debt contracts. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 3, p. 341-368, 1993.

DIAMOND, Douglas W.; HE, Zhiguo. A theory of debt maturity: the long and short of debt overhang. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 719-762, 2014.

Donaldson, L; Davis, J.H. **Agency Theory or Stewardship Theory: CEO Governance and Shareholder Returns**. Australian Journal of Management, n.16, p.49-64, 1991.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DONNELLY, Ray; MULCAHY, Mark. Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 5, p. 416-429, 2008.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, p. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene F. What's different about banks? **Journal of Monetary Economics**, v. 15, n. 1, p. 29-39, 1985.

FAN, Joseph P. H.; TITMAN, Sheridan; TWITE, Garry. An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 47, n. 1, p.23-56, fev. 2012.

FERREIRA, Daniel; FERREIRA, Miguel A.; MARIANO, Beatriz. Board Structure and Capital Structure. Working Paper, Março, 2012.

FLANNERY, Mark J. Asymmetric information and risky debt maturity choice. **The Journal of Finance**, v. 41, n. 1, p. 19-37, 1986.

FRANKEL, Richard; MCVAY, Sarah; SOLIMAN, Mark. Non-GAAP earnings and board independence. **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 4, p. 719-744, 2011.

FREEMAN, R. E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Boston: Pitman, 1984.

FREEMAN, R. Edward; EVAN, William M. Corporate governance: A stakeholder interpretation. **Journal of Behavioral Economics**, v. 19, n. 4, p. 337-359, 1991.

FU, Richard; WEDGE, Lei. Board Independence and Mutual Fund Manager Turnover. **Financial Review**, v. 46, n. 4, p. 621-641, 2011.

FURUBOTN, Eirik G.; PEJOVICH, Svetozar. Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature. **Journal of economic literature**, v. 10, n. 4, p. 1137-1162, 1972.

GARCÍA-TERUEL, Pedro J.; MARTÍNEZ-SOLANO, Pedro. Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 35, n. 4, p. 473-491, 2010.

GIANNETTI, Mariassunta. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 01, p. 185-212, 2003.

GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES. **The Quarterly Journal of Economics**, p.107-155, 2003.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza et al. Social *Disclosure* das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, ano 05, v. 1, n. 9, p. 71-94, 2008.

GUEDES, Jose; OPLER, Tim. The determinants of the maturity of corporate debt issues. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 5, p. 1809-1833, 1996.<sup>^</sup>

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C.. **ECONOMETRIA BÁSICA**. 5. ed. Porto Alegre: Mcgrawhill, 2011. 924 p.

GUL, Ferdinand A.; GOODWIN, John. Short-term debt maturity structures, credit ratings, and the pricing of audit services. **The Accounting Review**, v. 85, n. 3, p. 877-909, 2010.

GÜNER, A. Burak; MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. **The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies**. National Bureau of Economic Research, 2005.

GUNEY, Yilmaz; OZKAN, Aydin. New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions. **Applied Financial Economics Letters**, v. 1, n. 4, p. 233-238, 2005.

GUTHRIE, Katherine; SOKOLOWSKY, Jan; WAN, KAM-MING. CEO Compensation and Board Structure Revisited. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 1149-1168, 2012.

HARFORD, Jarrad; LI, Kai; ZHAO, Xinlei. Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. **International Journal of Corporate Governance**, v. 1, n. 1, p. 3-27, 2008.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HAUSMAN, Jerry A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 1251-1271, 1978.

HENG, Teh Boon; AZRBAIJANI, Shabnam; SAN, Ong Tze. Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. **Asian Social Science**, v. 8, n. 3, p. 123, 2012.

HO, Thomas SY; SINGER, Ronald F. Bond Indenture Provisions and the Risk of Corporate Debt. **Journal of Financial Economics**, v. 10, n. 4, p. 375-406, 1982.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4ª. ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009. 73 p.

IQBAL, Zahid; WANG, Kun; SEWON, O. Board independence and market reactions around news of stock option backdating. **Journal of Economics and Finance**, v. 35, n. 1, p. 104-115, 2011.

JENSEN, Michael C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.

JENSEN, Michael C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.<sup>^</sup>

JOHNSON, Shane A. Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. **Review of Financial Studies**, v. 16, n. 1, p. 209-236, 2003.

JUN, Sang-Gyung; JEN, Frank C. Trade-off model of debt maturity structure. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 20, n. 1, p. 5-34, 2003.

JUNQUEIRA, Luis Renato et al. INFLUÊNCIA DA TEORIA DE AGÊNCIA NA ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS BRASILEIRAS. **Revista Economia & Gestão**, v. 14, n. 35, p. 182-209, 2014.

KANE, Alex; MARCUS, Alan J.; MCDONALD, Robert L. Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [s.l.], v. 20, n. 04, p. 479-499, dez. 1985. JSTOR. DOI: 10.2307/2330763.

KIEKOW, Silvana Regina. **A RELAÇÃO ENTRE A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS**. 2013. 126 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

KIRCH, Guilherme; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinants of Corporate Debt Maturity in South America: Do Institutional Quality and Financial Development Matter? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 980-993, 2012.



KLEIDON, Allan W. Variance bounds tests and stock price valuation models. **The Journal of Political Economy**, p. 953-1001, 1986.

KLEIN, April. Firm performance and board committee structure. **The Journal of Law and Economics**, v. 41, n. 1, p. 275-304, 1998.

KNYAZEVA, Anzhela; KNYAZEVA, Diana; MASULIS, Ronald W. The Supply of Corporate Directors and Board Independence. **The Review of Financial Studies**, v. 26, n. 6, p. 1561-1605, 2013.

KUDER, G. Frederic; RICHARDSON, Marion W. The theory of the estimation of test reliability. **Psychometrika**, v. 2, n. 3, p. 151-160, 1937.

LANZANA, Ana Paula. **RELAÇÃO ENTRE DISCLOSURE E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LA PORTA, Rafael et al. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LEARMOUNT, Simon et al. Theorizing corporate governance: New organizational alternatives. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, 2002.

LEFORT, Fernando; URZÚA, Francisco. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 615-622, 2008.

LÓPEZ-GRACIA, José; MESTRE-BARBERÁ, Reyes. Tax effect on Spanish SME optimum debt maturity structure. **Journal of Business Research**, v. 64, n. 6, p. 649-655, 2011.

MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo Renato Soares. Maturidade do endividamento, desenvolvimento financeiro e instituições legais: análise multinível em empresas latino-americanas. **Revista de Administração**, v. 50, n. 3, p. 381-394, 2015.

MATOS, Maria de Fátima; GÓIS, Cristina Gonçalves. CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DIVULGAÇÃO DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA – ESTUDO DAS EMPRESAS NA BOLSA DE VALORES DE LISBOA. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 03-23, 2013.

MARCHICA, Maria-Teresa. A new determinant of debt maturity structure: The ownership and control structure. **New York University Dissertation**, p. 1-65, 2001.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; MORAES, Walter Fernandes Araújo de. ESTRUTURA DE GOVERNANÇA, PERFORMANCE E TURNOVER DE EXECUTIVOS: UM ESTUDO COM INDÚSTRIAS BRASILEIRAS. **Revista Alcance**, v. 11, n. 1, p. 031-047, 2004.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MORRIS, James R. An Empirical Investigation of the Corporate Debt Maturity Structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 10, n. 04, p. 539-539, 1975.

MORRIS, James R. On corporate debt maturity strategies. **The Journal of Finance**, v. 31, n. 1, p. 29-37, 1976.

MOURA, Geovanne Dias de; FRANZ, Leandro; CUNHA, Paulo Roberto da. Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do conselho de administração. **Contaduría y Administración**, v. 60, n. 2, p. 423-446, 2015.

MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; JUCÁ, Michele Nascimento; BASTOS, Douglas Dias. Estrutura de maturidade das dívidas das empresas brasileiras: um estudo empírico. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 2, p. 228-248, 2011.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. **Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

**NEGÓCIOS: O maior desafio do barão do aço**. São Paulo, SP: Globo S.A, n. 104, out. 2015. Mensal.

NOBREGA, M. *et al.* **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com se defronta no Brasil**. São Paulo: Bovespa, 2000.

OLIVEIRA, Cláudia. Avaliação das boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Cadernos Discentes Coppead**, n. 3, p. 18-31, 2000.

OZKAN, Aydin. An empirical analysis of corporate debt maturity structure. **European Financial Management**, v. 6, n. 2, p. 197-212, 2000.

OZKAN, Aydin. The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms. **Applied Financial Economics**, v. 12, n. 1, p. 19-24, 2002.

PETERSEN, Mitchell A.; RAJAN, Raghuram G. The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. **The Quarterly Journal of Economics**, p. 407-443, 1995.

PÓVOA, Angela Cristiane Santos et al. GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO FATOR EXPLICATIVO PARA A ESTRUTURA DE DÍVIDA: O CASO BRASILEIRO. In: IX CONGRESSO ANPCONT, 2015, Curitiba. **Anais....** Curitiba: Anpcont, 2015. p. 1 - 15.

PROCIANOY, Jairo Laser. Dividendos e Tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.

RAJAN, Raghuram; WINTON, Andrew. Covenants and collateral as incentives to monitor. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1113-1146, 1995.

RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 1, p. 5-50, 2003.

\_\_\_\_\_. Banks and markets: The changing character of European finance. 2003.

REHMAN, Muhammad. A. Ur; REHMAN, Ramiz Ur; RAOOF, Awais. Does corporate governance lead to a change in the capital structure? **American Journal of Social and Management Sciences**, v. 1, n. 2, p. 191-195, 2010.

RODRIGUES, Euriteca Nunes. **Corporate Governance: A Relação entre as Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon**. 2012. Tese de Doutorado. Instituto Superior de Economia e Gestão.

ROSENSTEIN, Stuart; WYATT, Jeffrey G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 2, p. 175-191, 1990.

ROSS, Stephen A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. **The Bell Journal of Economics**, p. 23-40, 1977.

RUTHERFORD, Matthew A.; BUCHHOLTZ, Ann K. Investigating the Relationship between Board Characteristics and Board Information. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 4, p. 576-584, 2007.

RYAN JR, Harley E.; WIGGINS, Roy A. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 3, p. 497-524, 2004.

SANTOS, Giovane Zanardo dos. **INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E SUA RELAÇÃO COM O DESEMPENHO DA EMPRESA**. 2002. 101 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SCHERR, Frederick C.; HULBURT, Heather M. The debt maturity structure of small firms. **Financial management**, p. 85-111, 2001.

SEGUNDA, Indira Esperança de Oliveira. **Maturidade da Dívida: Evidência Empírica de Espanha e Portugal**. 2013. 103 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Finanças, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2013.

SENBET, Lemma W.; TOSUN, Onur. Internal Control and Maturity of Debt. **WBS Finance Group Research Paper**, 2014. Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2512720. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2512720> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2512720>

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da. *Governança Corporativa nas Empresas*. São Paulo: Atlas, 2006. 181 p.

SILVA, Edilson dos Santos; SANTOS, Josete Florêncio dos; ALMEIDA, Moisés Araújo. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 41, p. 440-453, 2011.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO E VALOR DA EMPRESA NO BRASIL**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **GOVERNANÇA CORPORATIVA: DESEMPENHO E VALOR DA EMPRESA NO BRASIL**. São Paulo: Saint Paul, 2005. 181 p.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2015.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763, 2008.

SMITH, Clifford W. Investment Banking and the Capital Acquisition Process. **Journal of Financial Economics**, v. 15, n. 1, p. 3-29, 1986.

SMITH, Clifford W.; WARNER, Jerold B. On financial contracting: An analysis of bond covenants. **Journal of financial economics**, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

SOARES, K. T. C.; PROCIANOY, J. L. O perfil de endividamento das empresas negociadas em bolsa de valores de São Paulo após o Plano Real. In: XXIV ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, Florianópolis, 2000.

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 65, p. 145-160, 2014.

STOHS, Mark Hoven; MAUER, David C. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. **Journal of Business**, p. 279-312, 1996.

STIGLITZ, Joseph E. On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. **The American Economic Review**, v. 64, n. 6, p. 851-866, 1974.

STEPHAN, Andreas; TALAVERA, Oleksandr; TSAPIN, Andriy. Corporate debt maturity choice in emerging financial markets. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 51, n. 2, p. 141-151, 2011.

STULZ, René M. Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. **Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development**, p. 143-188, 2001.

TARANTIN JUNIOR, Wilson. **ESTRUTURA DE CAPITAL: O PAPEL DA FONTES DE FINANCIAMENTO NAS QUAIS AS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS SE BASEIAM**. 2013. 111 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

\_\_\_\_\_. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.

TIROLE, Jean. Corporate Governance. **Econometrica**, [s.i.], v. 69, n. 1, p.1-35, jan. 2001. The Econometric Society. DOI: 10.1111/1468-0262.00177.

\_\_\_\_\_. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton University Press, 2006.

TERRA, Paulo Renato Soares. Are leverage and debt maturity complements or substitutes? Evidence from Latin America. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 4-24, 2009.

TITMAN, Sheridan. Interest rate swaps and corporate financing choices. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 4, p. 1503-1516, 1992.

TITMAN, S.; WESSEL, R. The Determinants of Capital Structure Choice: **The Journal of Finance**, vol 43 (1), March, 1988.

VALLE, Maurício Ribeiro do. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. 2008. 106 f. Tese (Doutorado) - Curso de Concurso de Livre-docência, Departamento de Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

XIAO, Jason Zezhong; DAHYA, Jay; LIN, Zhijun. A Grounded Theory Exposition of the Role of the Supervisory Board in China. **British Journal of Management**, v. 15, n. 1, p. 39-55, 2004.

YI, Junesuh. A study on debt maturity structure. **The Journal of American Academy of Business**, v. 7, n. 2, p. 277-285, 2005.

WEFFORT, E. F. J. **O Brasil e a harmonização contábil internacional: influências dos sistemas jurídico e educacional, da cultura e do mercado**. São Paulo: Atlas, 2005.

WEI, Jiang; MIN, Xiao; JIAXING, You. Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: Analysis based on China's listed companies. **China Finance Review International**, v. 1, n. 3, p. 262-279, 2011.

WIKIPÉDIA. **Problema do principal-agente**. Disponível em: <[https://pt.wikipedia.org/wiki/Problema\\_do\\_principal-agente](https://pt.wikipedia.org/wiki/Problema_do_principal-agente)>. Acesso em: 11 dezembro 2015.

WU, Liansheng; YUE, Heng. Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 1, p. 30-38, 2009.

ZARE, Mina; MOEINADIN, Mahmoud; HEYRANI, Forough. Investigating the Relationship between Board Characteristics and the Sustainable Development of Companies Listed at Tehran Stock Exchange. **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, v. 4, n. 6, p. 384, 2014.

ZHENG, Xiaolan et al. National culture and corporate debt maturity. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 2, p. 468-488, 2012.

ZOU, Hong; ADAMS, Mike; XIAO, Jason Zezhong. DOES BOARD INDEPENDENCE MATTER FOR CORPORATE INSURANCE HEDGING? **The Journal of Financial Research**, v. 35, n. 3, p. 451-469, 2012.

## APÊNDICE – RELAÇÃO DAS EMPRESAS COMPONENTES DA AMOSTRA

PAT13	PANATLANTICA S.A.
BALM4	BAUMER S.A.
BAUH3	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.
PMET6	PROMETAL
BMKS3	BICICLETAS MONARK S.A.
BMT04	BRASMOTOR S.A.
CAMB4	CAMBUCI S.A.
RANI4	CELULOSE IRANI S.A.
FESA4	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
CEDO4	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
CTNM4	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS
IMBI4	CIA DOCAS DE IMBITUBA
CATA3	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES
SCLO4	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.
MSPA4	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO
GGBR4	GERDAU S.A.
CSNA3	CIA SIDERURGICA NACIONAL
CRUZ3	SOUZA CRUZ
CTSA4	CIA TECIDOS SANTANENSE
CTKA4	KARSTEN S.A.
VALE5	VALE S.A.
ELEK4	ELEKEIROZ S.A.
CGRA4	GRAZZIOTIN S.A.
GUAR4	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.
ODER4	CONSERVAS ODERICH S.A.
CALI4	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.
LIXC4	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.
MEND6	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.
BRKM5	BRASKEM S.A.
DHBI4	DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
DOHL4	DOHLER S.A.
RADL3	RAIA DROGASIL S.A.
MNDL4	MUNDIAL
EALT4	AÇO ALTONA
WEGE3	WEGE S.A.
ETER3	ETERNIT
EUCA4	EUCATEX
FTRX4	FAB C RENAUX
FBMC4	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL
FJTA4	FORJAS TAURUS S.A.
FRAS4	FRAS-LE
TUPY4	TUPY S.A.
VVAR3	VIA VAREJO S.A.
HETA4	HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES
HOOT4	HOTEIS OTHON S.A.
IGBR3	IGB ELETRÔNICA S/A
ROMI3	INDUSTRIAS ROMI S.A.
TXRX4	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.

INEP4	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUcoes
KEPL3	KEPLER WEBER S.A.
LAME4	LOJAS AMERICANAS S.A.
LHER4	LOJAS HERING S.A.
LREN3	LOJAS RENNER S.A.
LUXM4	TREVISA INVESTIMENTOS S.A.
MGEL4	MANGELS INDUSTRIAL S.A.
ESTR4	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.
POMO4	MARCOPOLO S.A.
LEVE3	MAHLE-METAL LEVE S.A.
MTIG4	METALGRAFICA IGUACU S.A.
DUQE4	MET DUQUE
GOAU4	GERDAU MET
MTSA4	METISA
NAFG4	NADIR FIGUEIREDO
NORD3	NORDON MET
PNVL4	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS
PMAM3	PARANAPANEMA S.A.
AHEB5	SAO PAULO TURISMO S.A.
PETR4	PETROBRAS S.A
PTNT4	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL
RPMG3	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.
ALPA4	ALPARGATAS S.A.
SLED4	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
SOND6	SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.
SPRI5	SPRINGER S.A.
TCNO4	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.
TENE5	TECELAGEM BLUMENAL
TEKA4	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIch S.A.
TKNO4	TEKNO
CRPG5	CRISTAL
UNIP6	UNIPAR
VULC3	VULCABRAS
MYPK3	IOCHPE MAXION S.A.
AZEV4	AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.
MWET4	WETZEL S/A
BOBR4	BOMBRIL
JBDU4	J B DUARTE
ITEC3	ITAUTEC
RCSL4	RECRUSUL
KLBN4	KLABIN S/A
FIBR3	FIBRIA
APTI4	ALIPERTI
SULT4	SULTEPA
JOPA4	JOSAPAR
HAGA4	HAGA S/A
PTPA4	EVORA
RSUL3	RIOSULENSE
PPAR3	POLPAR
PLAS3	PLASCAR PART
MNPR3	MINUPAR



PTBL3	PORTOBELLO
SUZB5	SUZANO PAPEL
RAPT4	RANDON PART
TOYB3	TECTOY
USIM5	USIMINAS
WHRL4	WHIRLPOOL
SHUL4	SCHULZ
HGTX3	CIA HERING
PCAR4	P.ACUCAR-CBD
PSEG4	SAUIPE
VSPT4	FER C ATLANT
PQTM4	PQ HOPI HARI
BTTL4	BATTISTELLA
CGAS5	COMGAS
GFSA3	GAFISA
BRFS3	BRF SA
RSID3	ROSSI RESID
ECPR4	ENCORPAR
CEGR3	CEG
ALLL3	ALL AMER LAT
MMXM3	MMX MINER
KROT3	KROTON
UGPA3	ULTRAPAR
DTCY3	DTCOM-DIRECT
CCRO3	CCR SA
BIOM4	BIOMM
TPIS3	TRIUNFO PART
ECOR3	ECORODOVIAS
NATU3	NATURA
GOLL4	GOL
GRND3	GRENDENE
DASA3	DASA
FRTA3	POMIFRUTAS
RENT3	LOCALIZA
ARTR3	ARTERIS
CSAN3	COSAN
TOTS3	TOTVS
VLID3	VALID
AGRO3	BRASILAGRO
CARD3	CSU CARDSYST
LUPA3	LUPATECH
EMBR3	EMBRAER
CREM3	CREMER
OGXP3	OGX PETROLEO
CCXC3	CCX CARVAO
MDIA3	M.DIASBRANCO
PFRM3	PROFARMA
VAGR3	V-AGRO
POSI3	POSITIVO INF
TCSA3	TECNISA
SMT03	SAO MARTINHO

JBSS3	JBS
FRIO3	METALFRIO
FHER3	FER HERINGER
BEMA3	BEMATECH
LOGN3	LOG-IN
SLCE3	SLC AGRICOLA
MRFG3	MARFRIG
TGMA3	TEGMA
MAGG3	MAGNESITA SA
BEEF3	MINERVA
SGPS3	SPRINGS
BTOW3	B2W DIGITAL
ESTC3	ESTACIO PART
DTEX3	DURATEX
NUTR3	NUTRIPLANT
OSXB3	OSX BRASIL
DIRR3	DIRECIONAL
HYPE3	HYPERMARCAS
LLIS3	LE LIS BLANC
PRML3	PRUMO
SWET3	SWEETCOSMET
FLRY3	FLEURY
MPLU3	MULTIPLUS
MILS3	MILLS
JSLG3	JSL
AMAR3	LOJAS MARISA
TERI3	TEREOS
PRIO3	PETRORIO
QGEP3	QGEP PART
ARZZ3	AREZZO CO
SHOW3	TIME FOR FUN
MGLU3	MAGAZ LUIZA
BPHA3	BR PHARMA
TECN3	TECHNOS
SEDU3	SOMOS EDUCA
LCAM3	LOCAMERICA
UCAS3	UNICASA
LINX3	LINX
VIGR3	VIGOR FOOD
SNSL3	SENIOR SOL
BSEV3	BIOSEV
SMLE3	SMILES
NRTQ3	NORTCQUIMICA
SEER3	SER EDUCA
ANIM3	ANIMA
ABEV3	AMBEV S/A
CVCB3	CVC BRASIL
QUSW3	QUALITY SOFT
RLOG3	COSAN LOG
MEAL3	IMC S/A
ELET6	ELETROBRAS

CMIG4	CEMIG
CLSC4	CELESC
CESP6	CESP
CBEE3	AMPLA ENERG
REDE4	REDE ENERGIA
EEEL3	CEEE-GT
TELB3	TELEBRAS
OIBR4	OI
TMAR5	TELEMAR N L
ELPL4	ELETROPAULO
CPLE6	COPEL
CEPE5	CELPE
SBSP3	SABESP
CEBR5	CEB
CEEB3	COELBA
ENMT4	ENERGISA MT
NETC4	NET
COCE5	COELCE
ENGI3	ENERGISA
AMCE3	AMERICEL
AESL4	AES SUL
IENG5	IENERGIA
CASN4	CASAN
EMAE4	EMAE
TBLE3	TRACTEBEL
PITI3	LF TEL
EKTR4	ELEKTRO
TNCP4	TELE NORT CL
TIMP3	TIM PART S/A
EBTP4	EMBRATEL PAR
TNLP4	TELEMAR
VIVT4	TELEF BRASIL
CSRN3	COSERN
CELP5	CELPA
GETI4	AES TIETE
GEPA4	GER PARANAP
TRPL4	TRAN PAULIST
SAPR4	SANEPAR
CPFE3	CPFL ENERGIA
CTAX4	CONTAX
AELP3	AES ELPA
CSMG3	COPASA
ENBR3	ENERGIAS BR
LIGT3	LIGHT S/A
EQTL3	EQUATORIAL
AFLU3	AFLUENTE
CPRE3	CPFL RENOVAV
CEED3	CEEE-D
ENEV3	ENEVA
GPAP3	CELGPAP
RDTR3	REDENTOR

## ANEXO – REGRESSÕES DE MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS ANO-A-ANO

Ano de 2014: Não foi constatada a ocorrência de endogeneidade entre ENDIV e MGP.

Modelo 12: MQO, usando as observações 1-252 (n = 111)  
 Observações ausentes ou incompletas foram ignoradas: 141  
 Variável dependente: MGP  
 Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1  
 Omitido porque todos os valores são zero: NM

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	20,2560	1,03983	19,48	8,17e-036	***
DCEO	1,63747	0,822702	1,990	0,0493	**
TC	-0,356022	0,544342	-0,6540	0,5146	
IC	-1,04448	0,821726	-1,271	0,2066	
MtB	0,0613428	0,0628916	0,9754	0,3317	
TG	0,0424017	0,00917984	4,619	1,15e-05	***
QUAL	-0,140405	0,448551	-0,3130	0,7549	
VOL	-0,0161699	0,00701740	-2,304	0,0233	**
Mat	0,0206156	0,0371672	0,5547	0,5804	
SP	0,982474	0,495519	1,983	0,0501	*
Endiv	0,125348	0,622408	0,2014	0,8408	
Média var. dependente	23,20962	D.P. var. dependente	2,083632		
Soma resid. quadrados	317,5717	E.P. da regressão	1,782054		
R-quadrado	0,335023	R-quadrado ajustado	0,268525		
F(10, 100)	7,628860	P-valor(F)	6,02e-09		
Log da verossimilhança	-215,8423	Critério de Akaike	453,6846		
Critério de Schwarz	483,4894	Critério Hannan-Quinn	465,7755		

Excluindo a constante, a variável com maior p-valor foi 22 (Endiv)

Ano de 2013: Não foi constatada a ocorrência de endogeneidade entre ENDIV e MGP.

Modelo 14: MQO, usando as observações 1-252 (n = 102)  
 Observações ausentes ou incompletas foram ignoradas: 150  
 Variável dependente: MGP  
 Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	20,6701	0,999269	20,69	5,82e-036	***
DCEO	0,514900	0,553150	0,9309	0,3544	
TC	0,0878173	0,703592	0,1248	0,9010	
IC	-1,04192	0,982525	-1,060	0,2918	
MtB	0,0360254	0,0651348	0,5531	0,5816	
TG	0,0419906	0,00977362	4,296	4,38e-05	***
NM	-1,23696	0,730542	-1,693	0,0939	*
QUAL	0,949052	1,03398	0,9179	0,3611	
VOL	-0,0136878	0,00873848	-1,566	0,1208	
Mat	0,0358774	0,0395051	0,9082	0,3662	
SP	1,05358	0,673886	1,563	0,1215	
Endiv	0,222895	0,775054	0,2876	0,7743	
Média var. dependente	23,16649	D.P. var. dependente	2,049326		
Soma resid. quadrados	270,0775	E.P. da regressão	1,732299		
R-quadrado	0,363285	R-quadrado ajustado	0,285465		
F(11, 90)	7,619706	P-valor(F)	3,93e-09		
Log da verossimilhança	-194,3923	Critério de Akaike	412,7845		
Critério de Schwarz	444,2842	Critério Hannan-Quinn	425,5398		

Excluindo a constante, a variável com maior p-valor foi 4 (TC)

Ano de 2012: Foi constatada a ocorrência de endogeneidade entre MGP e Endiv.

Modelo 11: MQO, usando as observações 1-252 (n = 87)  
 Observações ausentes ou incompletas foram ignoradas: 165  
 Variável dependente: MGP  
 Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	21,2917	0,333584	63,83	4,07e-067	***
TC	-3,78522	0,270004	-14,02	1,19e-022	***
IC	-5,16880	0,252266	-20,49	1,87e-032	***
MtB	-0,357732	0,0158684	-22,54	3,87e-035	***
NM	8,76236	0,372086	23,55	2,19e-036	***
VOL	-0,142987	0,00412616	-34,65	6,65e-048	***
Mat	0,0401030	0,00543479	7,379	1,80e-010	***
DCEO	0,0787396	0,147153	0,5351	0,5942	
TG	0,0179101	0,00340937	5,253	1,35e-06	***
QUAL	-0,356069	0,198098	-1,797	0,0763	*
SP	0,128313	0,200624	0,6396	0,5244	
EndivEstimadoMQO~	28,2134	0,798997	35,31	1,76e-048	***
Média var. dependente	23,15899	D.P. var. dependente		1,823910	
Soma resid. quadrados	17,48844	E.P. da regressão		0,482886	
R-quadrado	0,938871	R-quadrado ajustado		0,929906	
F(11, 75)	208,5820	P-valor(F)		1,61e-51	
Log da verossimilhança	-53,65764	Critério de Akaike		131,3153	
Critério de Schwarz	160,9062	Critério Hannan-Quinn		143,2306	

Excluindo a constante, a variável com maior p-valor foi 3 (DCEO)

Ano de 2011: Não foi constatada a ocorrência de endogeneidade entre ENDIV e MGP.

Modelo 11: MQO, usando as observações 1-252 (n = 75)  
 Observações ausentes ou incompletas foram ignoradas: 177  
 Variável dependente: MGP  
 Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	12,8646	0,500772	25,69	9,40e-035	***
DCEO	0,228524	0,125061	1,827	0,0725	*
IC	0,320088	0,254194	1,259	0,2127	
MtB	-0,0130729	0,0161524	-0,8094	0,4214	
TEln	1,06688	0,0444788	23,99	4,51e-033	***
NM	0,199929	0,504202	0,3965	0,6931	
VOL	-0,00111696	0,00214623	-0,5204	0,6046	
Mat	0,00650536	0,00853848	0,7619	0,4490	
TC	-0,0292181	0,199819	-0,1462	0,8842	
TG	0,0165581	0,00346479	4,779	1,12e-05	***
QUAL	0,0427658	0,0858369	0,4982	0,6201	
SP	-0,0457697	0,179316	-0,2552	0,7994	
Endiv	0,320879	0,235778	1,361	0,1785	
Média var. dependente	23,28663	D.P. var. dependente		1,915389	
Soma resid. quadrados	14,41483	E.P. da regressão		0,482180	
R-quadrado	0,946904	R-quadrado ajustado		0,936627	
F(12, 62)	143,9715	P-valor(F)		1,70e-40	
Log da verossimilhança	-44,57424	Critério de Akaike		115,1485	
Critério de Schwarz	145,2758	Critério Hannan-Quinn		127,1780	

Excluindo a constante, a variável com maior p-valor foi 4 (TC)

Ano de 2010: Não foi constatada a ocorrência de endogeneidade entre ENDIV e MGP.

Modelo 22: MQO, usando as observações 1-252 (n = 38)

Observações ausentes ou incompletas foram ignoradas: 214

Variável dependente: MGP

Erros padrão robustos à heteroscedasticidade, variante HC1

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	13,9817	1,01681	13,75	3,68e-013 ***
IC	0,238808	0,526202	0,4538	0,6539
MtB	-0,00980104	0,107405	-0,09125	0,9280
TEln	1,02205	0,108477	9,422	1,05e-09 ***
TG	0,00921910	0,00690015	1,336	0,1936
QUAL	0,0594806	0,259448	0,2293	0,8205
VOL	-0,00498604	0,00681375	-0,7318	0,4711
Mat	0,0150241	0,0201274	0,7465	0,4624
SP	-0,0258746	0,317233	-0,08156	0,9356
DCEO	0,436945	0,428427	1,020	0,3176
TC	-0,205679	0,352050	-0,5842	0,5643
NM	0,238644	0,329227	0,7249	0,4753
Endiv	-0,125164	0,512750	-0,2441	0,8091
Média var. dependente	23,68111	D.P. var. dependente	1,814290	
Soma resid. quadrados	11,66844	E.P. da regressão	0,683182	
R-quadrado	0,904193	R-quadrado ajustado	0,858205	
F(12, 25)	42,41679	P-valor(F)	1,40e-13	
Log da verossimilhança	-31,48640	Critério de Akaike	88,97279	
Critério de Schwarz	110,2614	Critério Hannan-Quinn	96,54712	

Excluindo a constante, a variável com maior p-valor foi 29 (SP)